HONG KONG MONETARY AUTHORITY
香港金融管理局

貨幣與金融穩定情況
半年度報告

2014年9月

本報告分析2014年2月底至2014年8月底期間的統計資料。

貨幣與金融穩定情況半年度報告
2014年9月

目錄

1. 概論	**4**
2. 全球環境及展望	**7**
2.1 外圍環境	7
2.2 中國內地	14
3. 本港經濟	**22**
3.1 實體經濟活動	22
3.2 消費物價	24
4. 貨幣及金融狀況	**28**
4.1 匯率及資金流	28
4.2 貨幣及信貸	30
4.3 股市	35
4.4 債務市場	36
4.5 物業市場	42
5. 銀行業的表現	**48**
5.1 盈利及資本額	48
5.2 流動資金、利率及信貸風險	49
專題1 動盪市況下美國貨幣政策正常化對亞太區主權債券孳息率的影響	11
專題2 中國內地的委託貸款	18
專題3 香港的經濟增長與中國內地及美國的同步程度	25
專題4 近期亞洲企業債券市場的發展	39
專題5 逆週期審慎及需求管理措施對香港住宅物業市場的影響	45
專題6 非常規貨幣政策及國際美元信貸	58
詞彙	

1. 概論

全球及地區金融市場的波幅在近期降至很低水平，顯示市場似乎低估了美國聯儲局退出非常規貨幣政策的相關風險。

港元受多個全球、地區及本地因素影響而面對流入壓力。因此，本地貨幣狀況仍將寬鬆，但不排除可能會跟隨美元息率上升而突然收緊。

香港本地經濟增長緩慢，由於助長借貸的因素不減，金融體系的信貸、流動性和利率風險可能會在近期進一步上升。

外圍環境

近幾個月來全球金融市場窄幅波動。然而，在主要先進經濟體系，信貸增長低迷，與資產價格大幅上升的情況出現顯著分歧，反映金融市場與實體經濟的表現日益脫節。投資者的行動印證他們對全球貨幣環境持續寬鬆及全球經濟強勁增長的預期，但他們可能低估了可引致市場動盪的潛在經濟及政治風險。

一個主要影響因素是美國貨幣政策正常化的時機及步伐。美國失業率及通脹接近聯儲局的長期政策目標的速度較預期快，構成貨幣政策收緊程度超出預期的風險。歐元區方面，歐洲央行最近為應對通脹持續下降而實施的貨幣寬鬆措施效果尚未明朗。日本於4月加稅後，經濟反彈的力度和可持續性仍不確定，若政府未能落實所承諾的結構性改革，安倍經濟學便未必能刺激長期經濟增長。

東亞方面，美國及中國增長放緩使區內經濟體的對外環節表現疲弱，令2014年上半年增長勢頭放緩，但投資者異常平靜的情緒似乎增強了他們承受風險的意欲，進而推動區內金融資產價格上升。由於借貸誘因仍然強勁，於美國聯儲局最終結束寬鬆貨幣政策之前，區內的槓桿水平會進一步上升。這可能會導致陷入榮衰週期的風險上升，以致現時被壓縮的風險溢價急速擴大，並出現資金流逆轉。專題1（見第11頁）透過研究美國國庫債券收益率與亞太區主權債券收益率之間的關係，尤其是市場承受嚴重壓力時的情景，藉以探討美國聯儲局貨幣政策正常化的潛在影響。

區內金融市場調整及資金流逆轉的程度，亦會受中國內地經濟的增長前景所影響。內地經濟的增長動力有所改善，而隨著外部需求逐步轉好及政府微調經濟政策，預期增長動力在短期內會大致保持平穩。然而，房地產市場下行，及其對產能過剩行業及地方政府債務造成的影響，會繼續對銀行的資產質素產生壓力。專題2（見第18頁）的分析表明，產能過剩行業中的國有企業（國企）和大型企業以及房地產發展商是委託貸款（內地影子銀行的重要組成部分）的主要參與者。本專題採用公司層面的數據以對內地的委託貸款進行更深入的了解。

本地經濟

香港方面，2014年上半年增長乏力，實質本地生產總值於第1季僅按季輕微增長0.3%，第2季更微跌0.1%。本地需求較早前曾是主要增長動力，但現已顯著減弱，以第2季尤為顯著。投資支出是主要拖累

因素。此外，由於經濟增長前景轉淡及房屋財富效應減弱，私人消費亦有所減少。同時，服務輸出下跌，主要原因是旅客消費轉弱，其次是金融市場活動偏軟。貨物出口則表現較佳，得益於外部需求增加而輕微上升。

2014年首7個月，本地通脹有所紓緩，按3個月以年率計的基本通脹率由1月份的4.0%跌至7月份的2.5%，主要由於服務項目通脹放緩所致。同時，租金漲幅溫和及勞動成本壓力輕微，預料將抑制通脹壓力，因此通脹可望持續溫和。

雖然上半年經濟活動疲弱，不過增長勢頭在下半年有望增強，但速度仍將溫和，並且會略低於長期平均水平。隨著美國經濟持續復蘇及中國內地經濟顯現回穩跡象，出口表現將進一步改善。專題3（見第25頁）探討中國內地及美國對推動香港經濟週期及趨勢增長的相對重要性。內地旅客消費轉弱可能會繼續拖累本港服務輸出，但貿易相關服務及金融服務的出口可提供部分支持，而後者可能受惠於即將啟動的「滬港股票市場交易互聯互通機制」（「滬港通」）。

本地需求方面，由於勞工市場仍然相對穩定（雖然輕微緩和），預期私人消費將小幅增長。基建項目以及其他樓宇及建造活動將繼續支撐整體固定投資，但資本開支表現則傾向反覆。

政府已將其於5月公佈的2014年實質本地生產總值增長率區間預測由3-4%下調至2-3%。私人部門分析師亦於近期將他們的經濟增長預測下調至平均2.4%。金管局內部編製的綜合領先經濟指標也預示經濟活動將於下半年溫和回升。然而，由於全球經濟及金融環境尚存不明朗因素，且地緣政治局勢緊張加劇，香港經濟前景仍然存在下行風險。

貨幣狀況及資金流動

港元於第1季略為偏軟，但之後一直面對較大買入壓力，於第2季及其後數月，港元匯率逐步轉強至逼近7.75，而認可機構的即期淨外匯頭寸也大幅增加，顯示有大量港元淨流入非銀行私人部門，而當時股市活動回暖，投資者風險胃納增加。近幾個月資金流入壓力持續強勁，以致於7月及8月強方兑換保證被多次觸發，為此金管局被動地從銀行購入總計97億美元、沽出了753億港元，令總結餘相應增加。最近的資金淨流入是由多個全球、地區及本地因素推動，包括市場對中國內地經濟的信心增強，以及股票派息、跨境併購交易及首次公開招股等商業活動暢旺。

由於銀行體系流動資金充裕，且利率在低位徘徊，本港的貨幣及信貸狀況仍相當寬鬆。港元廣義貨幣供應量（港元M3）快速增加，銀行業的批發融資成本繼續處於低水平，隔夜及3個月港元銀行同業拆息分別徘徊於0.06%及0.37%。港元債券收益率曲線隨美元債券收益率曲線趨於平緩，10年期外匯基金債券的收益率跌約20個基點。另一方面，由於存款利率輕微上升，反映香港零售銀行平均融資成本的綜合利率由去年12月的0.39%升至6月份的0.47%。不過新造按揭貸款的平均貸款利率近期輕微下跌至約2%，或反映銀行稍為放寬按揭信貸。

銀行貸款總額繼2013年增長16.0%後，於2014年上半年按年率計增幅加快至19.1%。反映跨境需求強勁及內地相關貸款增加，外幣貸款及在香港境外使用的貸款持續以較快速度增長，但較去年略有減緩。同時，港元貸款及在香港使用的貸款（包括貿易融資）亦加速增長。因個人貸款強勁增長，家庭債務佔本地生產總值的比例於第2季升至63.6%。港元貸存比率大致穩定，而外幣（尤其是美元）貸存比率則上升，不過最近於高位回落。

香港的離岸人民幣業務持續穩定增長。上半年人民幣存款及存款證總額增長6.8%（非按年率計），而人民

幣貿易結算則增長36.4%(非按年率計)。同時，香港人民幣融資活動亦穩健增長，未償還貸款上升20.6%(非按年率計)，人民幣債券發行亦錄得強勁增長。銀行間離岸人民幣流動資金於5月及6月略為收緊，3個月人民幣銀行同業拆息升約60個基點至6月底的3%，主要反映上半年度末人民幣債券投資的融資需求及流動資金需求上升。離岸人民幣匯率緊貼在岸人民幣匯率，離岸匯率與在岸匯率之間並無任何長時間的正差價或負差價。

資產市場

香港股票於年初遭到拋售後，過去6個月間錄得反彈。一方面，美國聯儲局重申在可預見的未來維持低利率，國際投資者因而重拾對高風險資產的信心。另一方面，內地當局採取的一系列「微刺激」措施以及香港與上海股票市場互連的試驗計劃均刺激港股回升，令恒指升至6年新高。然而，鑑於目前全球市場窄幅波動，若利率回升，可能會導致環球金融市場風險重估。因此，本港股市的中期前景仍存在重大不明朗因素。

本港債券市場方面，上半年未償還債券總額錄得輕微跌幅。亞洲債券於年初曾遭到拋售，及後區內經濟狀況有所改善，有利於私營機構在債務市場籌集更多資金。公營機構的債券發行亦錄得增長，但增幅甚小。然而，債券發行量增幅不足以抵銷到期債券。專題4(見第39頁)回顧區內企業債券市場的最新發展，並討論發行人債務槓桿比率上升所涉及的潛在風險。儘管投資者對某些發行人的信貸質素心存疑慮，香港的離岸人民幣債務市場仍持續快速增長。展望未來，鑑於再融資需求殷切，債券市場可望穩步增長。若內地經濟前景進一步向好，投資者的胃納亦會增加。

住宅物業市場經過一年多的整固後，於近數月轉趨活躍，在累積的住房需求及市場情緒改善帶動下，成交量自近期的低位回升，樓價也再度上升。然而物業估值相對於家庭收入及經濟基本因素而言仍屬偏高，價格收入比率及收入槓桿比率仍處於高位。專題5(見第45頁)將探討逆週期審慎及需求管理措施對住宅物業市場活動的影響。

銀行業表現

零售銀行維持穩健的盈利增長、優良的資產質素及雄厚的資本水平。2014年上半年，零售銀行的稅前經營溢利較去年下半年增長7.3%，資產回報率微升至1.22%。盈利增長主要是因為淨利息收入增長7.6%。同時，零售銀行淨息差維持於1.4%。

平均流動資產比率於第2季達40.8%，遠高於25%的最低監管要求。《巴塞爾協定三》流動性標準為提高銀行抵禦流動性受壓的能力引入流動性覆蓋比率，定於2015年1月1日起分階段實施，並將於2019年1月1日全面落實。預期香港銀行普遍在過渡期內遵從新的流動性標準方面不會有重大困難。

於6月底，所有認可機構的整體貸存比率升至73.6%，部分反映外幣貸款增幅較大，超過外幣存款的溫和增幅。就此而言，美國聯儲局終止非常規貨幣政策，可能會引致國際美元信貸供應的潛在干擾。專題6(見第58頁)研究這個問題，並發現儘管聯儲局終止非常規貨幣政策對全球流動性產生的緊縮影響會被其他央行的非常規貨幣政策的擴張影響部分抵銷，但淨影響主要取決於美國流動性正常化是否與資金為避險而撤出高風險資產同時發生。在此類受壓的情況下，與國際美元信貸流有關的流動性風險可能相當高，對決策者帶來重大挑戰。

展望未來，銀行應保持警惕，防範與企業槓桿比率上升及個人負債增加有關的風險。因個人及企業的償債負擔在近年來均已增加，若收入增長緩慢，則可能會嚴重惡化。

《貨幣與金融穩定情況半年度報告》由香港金融管理局研究部職員編製。

2. 全球環境及展望

全球金融市場近期的波幅降至多年來的新低，市場似乎低估了經濟及政策方面日益增加的不明朗因素。美國的失業率及通脹趨向美國聯儲局的預測及長期政策目標的速度較預期快。至於其他主要先進經濟體系，由於歐元區通脹率下降的壓力不斷增加，加上日本於4月份上調消費稅可能會影響經濟復蘇，令市場懷疑這些經濟體系能否維持增長。

東亞方面，增長動力有所減弱，但全球金融市場異常平靜，使該地區的金融資產價格上升。於美國聯儲局最終結束寬鬆政策之前，區內的槓桿水平會進一步上升。這可能會導致陷入榮衰週期的風險上升，以致現時被壓縮的風險溢價急速擴大，並引發資金流逆轉。

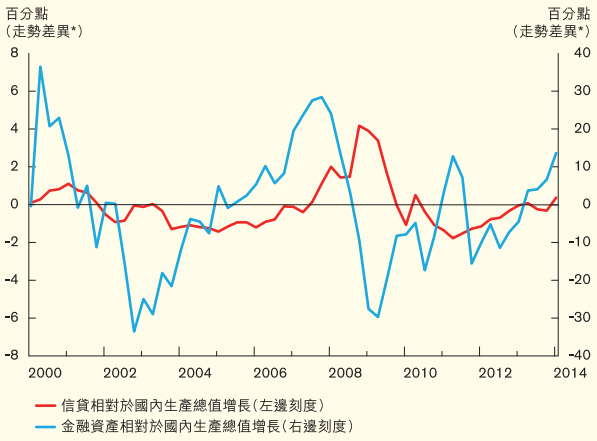
中國內地方面，第2季度的經濟增長動力有所改善，部分反映基建支出方面的微刺激措施的支持。房地產市場似乎步入下行週期，而銀行業的資產質素亦面臨壓力。儘管房地產市場轉弱，但隨著外部需求逐步改善，以及政府微調經濟政策，經濟增長動力在短期內應會大致保持平穩。

2.1 外圍環境

由於市場預期全球經濟會出現「穩增長、低通脹」的情況，全球金融市場近期的波幅降至多年以來的新低。市場憧憬在此理想的情形下，美國聯儲局將能夠成功實現有序的貨幣正常化，歐洲中央銀行與日本中央銀行將繼續透過非常規貨幣寬鬆措施提供有效的政策支持，而主要經濟體的增長亦將繼續穩步改善。儘管市場情緒樂觀，但由於金融過度擴張的跡象漸見明顯、美國前所未有的貨幣政策正常化的時機及速度尚未明朗、中國內地經濟增長仍存在放緩的風險，以及近期地緣政治緊張局勢升級等[1]，全球經濟及政策的尾端風險仍然存在。

目前市場波幅處於較低的水平，其特點在於主要先進經濟體系同時面臨資產價格大幅上升及信貸增長疲弱的分歧（見圖2.1與2.2）。信貸增長疲弱，反映去槓桿化令信貸中介渠道被堵塞，進而阻礙實體經濟復蘇，令充裕的全球流動資金最終流向資產市場。這種狀況導致金融資產價格進一步脫離經濟基本因素，顯示金融市場風險正在積聚，各國央行應密切關注。

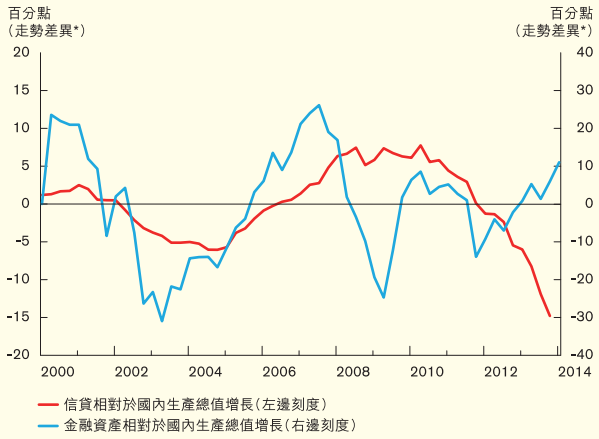
圖 2.1
美國：金融資產及信貸相對於國內生產總值的增長



* 上述趨勢採用Hodrick-Prescott過濾法計算，λ值設定為1600。
資料來源：CEIC及金管局職員計算數字。

[1] 最為引人關注的熱點包括中東及東歐局勢。

圖 2.2
歐元區：金融資產及信貸相對於國內生產總值的增長

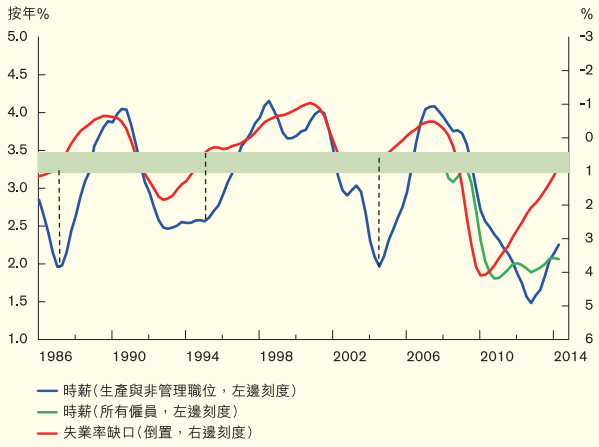


* 上述趨勢採用Hodrick-Prescott過濾法計算，λ值設定為1600。

資料來源：CEIC及金管局職員計算數字。

現時市場情緒高度樂觀，而主要經濟體的宏觀經濟和金融不明朗因素卻不斷上升，兩者形成強烈對比。美國最近錄得強勁的就業增長，令8月份的失業率降至6.1%，接近美國聯儲局較早前關於2014年年底失業率的預測。根據美國過往的經驗，一旦失業率下降至逼近失業率缺口（即實質失業率與自然失業率之差距）收窄至接近零的水平，工資增長可能會驟然上升（圖2.3）。同時，更詳盡的分類顯示，通脹的各個組成項目普遍上升，尤其是在租金及醫療保健成本不斷攀升的服務業（圖2.4）。假如工資及通脹上升的速度超乎預期，美國聯儲局有可能被迫實施急劇的緊縮措施。

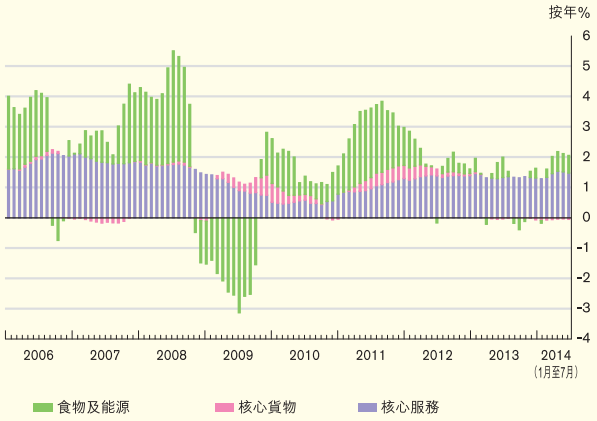
圖 2.3
美國：失業率缺口與平均時薪*



* 所有數據均以4個季度滾動平均的形式顯示。

資料來源：CEIC、美國國會預算辦公室及金管局職員計算數字。

圖 2.4
美國：按貢獻因素分類的整體消費物價指數通脹



資料來源：CEIC及金管局職員計算數字。

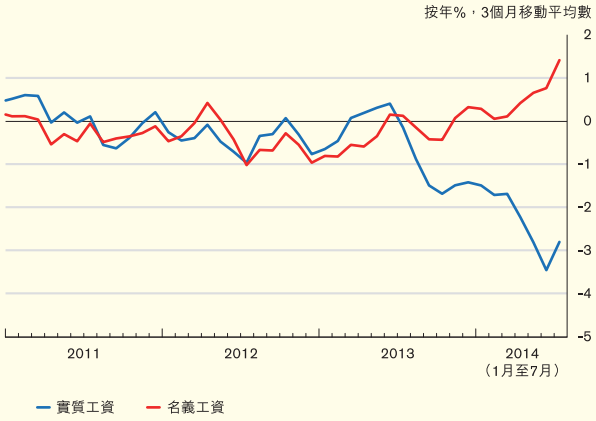
歐洲方面，去槓桿化過程持續，對歐元區通脹構成強大的下行壓力。在此情況下，通脹率下降風險現已成為歐元區經濟的一大威脅。在通脹率下降壓力不斷增加下，歐洲央行在6月及9月的理事會會議上公佈一系列貨幣寬鬆措施，包括下調主要政策利率、推出定向長期再融資操作(TLTRO)及推出購買資產抵押證券及擔保債券等計劃。然而，迄今為止，這些政策在貨幣市場的成效並不顯著。貨幣市場利率僅下降至略低於零利率下限。政策對歐元的影響卻較為明顯，在最近數週呈現下降趨勢（圖2.5）。與此同時，銀行及企業不斷去槓桿化，或會進一步遏抑貸款需求，並削弱定向長期再融資操作計劃刺激銀行對實體經濟借貸的作用。

圖 2.5
歐元區：歐元兌美元

資料來源：彭博。

日本方面，安倍經濟學放出的「首兩枝箭」(即財政刺激與貨幣寬鬆措施)已在提振經濟方面收到一定的效果。然而，經濟復蘇的勢頭能否在4月份上調消費稅後維持仍不得而知。上調消費稅已導致通脹上升，令實質工資的下降速度加快(圖2.6)。「第三枝箭」(即結構改革)在推動經濟持續復蘇方面正扮演關鍵角色，目前日本政府這方面已取得一些進展，例如取消稻米生產配額與削減企業稅。然而，在強大的政治阻力下，最關鍵且最受爭議的改革領域(例如勞工市場及農業方面的更為徹底的改革)依然未有觸及。假如政策制定者未能執行已承諾的結構改革，安倍經濟學將無法重振日本的長期經濟增長。

圖 2.6
日本：實質及名義工資增長

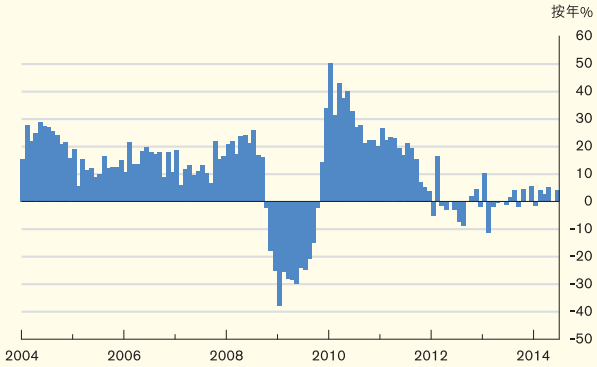


資料來源：CEIC。

在東亞方面[2]，由於內部需求疲弱，加上對外環節表現低迷，整個地區於2014年上半年增長動力有所減弱。至目前為止，美國經濟復蘇似乎對區內的出口表現幫助並不明顯。實際上，東亞地區的出口增長於最近幾個月持續徘徊在個位數，比全球金融危機之前平均錄得的雙位數增長為低(圖2.7)。

[2] 東亞經濟體系指印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓、台灣及泰國。

圖 2.7
亞洲：出口增長

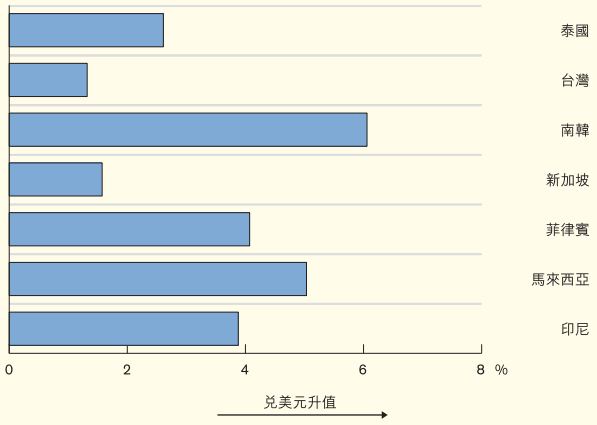


註：上圖描述七個東亞經濟體系出口總額的每月按年增長。
資料來源：CEIC及金管局職員計算數字。

展望未來，隨著來自美國的需求逐步改善，外部需求可能會隨之增加。然而，由於市場預期未來的金融狀況會進一步收緊，內部需求仍有可能持續疲弱。

儘管經濟增長表現疲弱，但全球金融市場的投資者異常平靜的情緒似乎增強了他們承受風險的意欲，進而推動區內資產價格上升。多個區內經濟體系的股票價格已跟隨先進經濟體系的股市上揚，而部分區內經濟體系的物業價格依然居高不下，房屋市場出現泡沫的可能性漸成一大隱憂。與此同時，自2月初以來，大部份東亞貨幣的匯率維持穩定(圖2.8)。在此期間，流入區內股市和債市的資金亦見上升。低廉的集資成本也繼續支持2014年上半年的債券發行。

圖 2.8
亞洲：匯率變動



註：上圖顯示從2014年2月3日至9月4日兌美元的匯率變動。
資料來源：彭博。

由於借貸的誘因仍然強勁，加上各大央行不斷鞏固「維持低息」的預期，銀行信貸增長可能持續強勁，而區內的槓桿水平在美國聯儲局最終加快利率正常化的步伐之前將會繼續上升。這使區內資產市場及實體經濟陷入榮衰週期的風險上升。正如專題1所討論，若美國貨幣政策正常化較預期無序，對亞洲主權債券孳息率的潛在影響可能具有相當嚴重的破壞性。

此外，假如中國內地經濟放緩的幅度超過預期，以及地緣政治緊張局勢進一步升級，亦會導致區內資金流逆轉的風險上升。一旦上述風險同時出現，現時被壓縮的風險溢價將會急速擴大，並出現資金流逆轉。

專題1
動盪市況下美國貨幣政策正常化對亞太區主權債券孳息率的影響

前美國聯儲局主席伯南克在2013年5月22日發表的國會證詞中暗示，聯儲局有意縮減量化寬鬆措施，這番言論令全球金融市場意外。美國國庫債券市場出現拋售潮，而與此同時，亞太區主權債券孳息率急升，並出現大量資本外流。雖然自聯儲局縮減量化寬鬆措施以來，金融市場已較以往平靜，但在美國貨幣政策正常化的過程中，仍須高度警惕市場可能再次動盪的風險。本專題試圖透過探究美國國庫債券孳息率與亞太區主權債券孳息率之間的關係，尤其在市場面臨巨大壓力時兩者之間的關係，分析聯儲局退出量化寬鬆措施的潛在影響。本專題會採用分位數迴歸方法估計尾端風險。

理論與建模

理論上，若一個經濟體擁有獨立貨幣和貨幣政策的獨立性，其借貸成本則不應受另一經濟體的借貸成本影響，而是取決於貸款人獲得還款的機會，亦即違約風險。然而，2013年5月至9月期間，亞太區主權債券孳息率飆升，表明的確存在其他影響因素，而美國國庫債券孳息率就是其中之一。[3]

因此，在本項研究中，我們假設一個經濟體的主權債券孳息率由國際無風險利率、經濟體本身的融資成本、信貸及外匯風險及全球風險偏好決定。[4] 納入國際無風險利率的原因在於全球金融市場存在高度的關聯性。取決於不同的基礎建設及規管限制，各個資本市場在相當大的程度上相互關聯，而國際投資者會在考慮相關信貸及外匯風險及其風險偏好後，充分利用各種機會進行套利。

為此，我們分析了11個東亞及太平洋地區中央銀行會議成員經濟體，利用2004年10月至2014年2月期間的月度數據，估算了主成份向量自迴歸(PC-VAR)模型。[5] 此模型指定各經濟體本身四個內生變量之間存在迴歸當期關係，這四個內生變量包括(1)10年期本地主權債券孳息率；(2)國內3個月銀行同業拆息率，用作本地融資成本的控制變項；(3)5年期主權信貸違約掉期(CDS)息差，作為該經濟體信貸風險的衡量指標；及(4)本地貨幣兌美元的風險逆轉，作為反映外匯風險的指標。此模型亦包含三項外生變量，包括(1)10年期美國國庫債券孳息率；及(2)美林公債波動率指數(Merrill Option Volatility Expectations Index)，分別用以反映國際無風險利率的水平及波幅；(3)全球恐慌指數的估計，作為國際金融市場風險偏好的衡量指標。[6及7]

---

3 一項實證研究得出的重要證據表明，於2005年後，新興經濟體的主權債券孳息率與美國國庫債券孳息率之間的關係更為緊密。詳情請參閱Turner, P. (2013)，「Benign neglect of the long-term interest rate」，國際結算銀行工作文件第403號。

4 該類新興市場主權債券孳息率的模型並非首創。參見Edwards, S. (1986)提出的類似模型「The pricing of bonds and bank loans in international markets: An empirical analysis of developing countries' foreign borrowing」，《European Economic Review》第30(3)期，第565至589頁。

5 具體而言，主成份向量自迴歸模型是以由內生變數組成的主成分向量進行的矢量自迴歸模型。內生變量之間的領先／滯後及當期關係已包括在系數矩陣及荷載矩陣內。有關該類模型的討論詳情，請參閱Matteson及Tsay (2011)，「Dynamic orthogonal components for multivariate time series」，《Journal of the American Statistical Association》第106(496)期，第1450至1463頁。

6 美林公債波動率指數由美林編製，以反映市場對美國國庫債券孳息率未來波幅的預期。本研究使用的指數乃根據各種年期的國庫債券的3個月期權構建而成，衡量了長期國庫債券孳息率於未來3個月的不確定性。

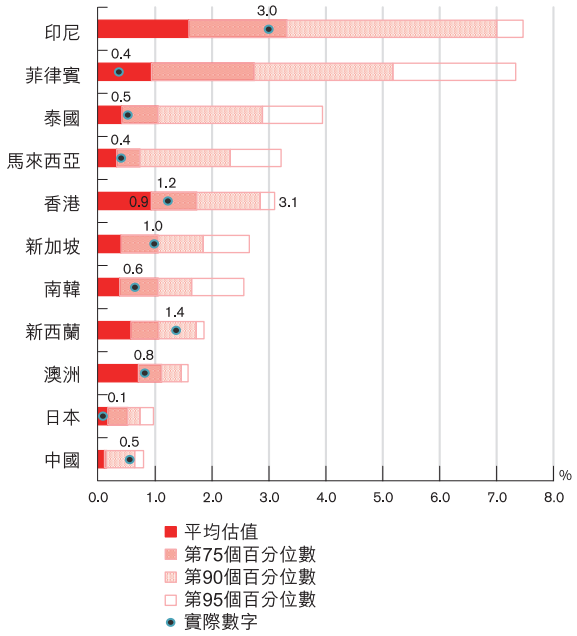
7 全球恐慌指數由9個主要股票市場的波幅指數的第一主成份構成，該等波幅指數包括標準普爾500指數、杜瓊斯工業平均指數、納斯達克指數、歐洲Stoxx 50指數、DAX指數、CAC 40指數、富時100指數、日經225指數及恆生指數。該指數解釋了以上9項指數總體變動的85.6%，而各股票市場的波幅指數擁有幾近相同的權重，因而可以說其反映了全球金融市場的整體風險偏好。

除使用普通最小二乘法(ordinary least squares method)評估自變量間的平均關係外，本模型亦可以擴展至利用分位數迴歸方式來估計自變量在高分位數的關係。[8] 這樣，我們可以評估在極端市場情況下，美國國庫債券孳息率對區內主權債券孳息率的影響，亦即尾端風險。

情景分析及結論

根據2013年5月至9月期間美國國庫債券孳息率上升94個基點的情況，我們採用模型於平均值及不同分位數估計的結果來計算各經濟體主權債券孳息率的短期變動，而不同的分位數可以代表市場陷入不同程度的困境：分位數越高，市場狀況越嚴峻。圖B1.1顯示採用平均及不同分位數的估計結果推算出的亞太區主權債券孳息率的短期反應及其相應的實際升幅，而各經濟體的排名則按照第95百分位數的反應大小排列。以香港為例，主權債券孳息率的實際升幅為1.2%，而按平均值及第95百分位數的估計結果得出的升幅分別為0.9%及3.1%。

圖 B1.1
根據2013年5月至2013年9月期間的情景推算的本地主權債券孳息率的短期變動



註：期內，10年期美國國庫債券孳息率上升94個基點。
資料來源：金管局職員估計數字。

首先，除菲律賓及日本外，於本期間錄得的實際升幅顯然大於以平均值估計結果得出的估計變動。[9] 因該等經濟體在聯儲局的數次量化寬鬆措施期間錄得大量的資本流入，這結果可反映國際投資者對聯儲局退出量化寬鬆措施的消息作出的下意識反應。

其次，相較實際升幅及不同分位數的估計結果，凸顯了評估潛在尾端風險的重要性。第90及95百分位數的估計結果為實際升幅或平均估計結果的好幾倍。故此，金融市場在極端不利情況下的波幅及動盪程度可能較想像的更具破壞性。

最後，按經濟體的排名結果顯示，當美國國庫債券孳息率在嚴峻的市場情況下上升，被視為較有穩固基礎的經濟體的主權債券孳息率所承受的潛在影響會較小。

8 因為該4個主成份互無相關性，所以向量自迴歸模型可視作4個分開的單變量自迴歸模型，並可以獨立地利用分位數迴歸方法估算。

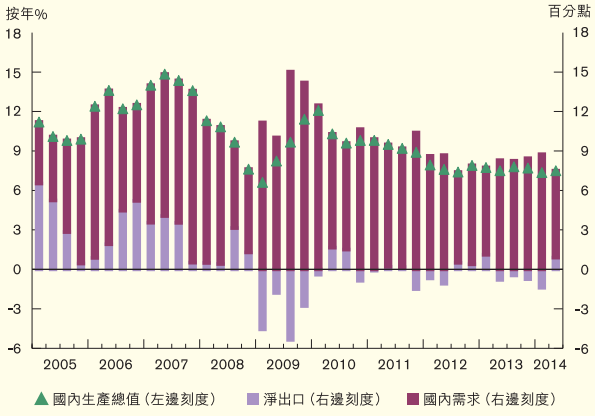
9 菲律賓為一個明顯的例外，該國主權債券孳息率的升幅較低，原因是該國主權評級於2013年5月獲標準普爾調升一級至投資級別。日本在此期間的升幅亦略低，原因是該國推出量化寬鬆措施。

總括而言，實證證據顯示，美國國庫債券孳息率可對亞太區主權債券孳息率產生重大影響，這是聯儲局縮減量化寬鬆措施影響區內經濟體的眾多途徑之一。主權債券孳息率上升，不僅會影響這些經濟體的債務償還能力，亦會導致整個經濟體的借貸成本上升。估計結果亦表明，若聯儲局退出量化寬鬆措施較預期無序，可能令潛在的影響具有相當嚴重的破壞性。

2.2 中國內地

受出口復蘇及基建支出方面的微刺激措施支持，中國內地的實質國內生產總值按年增長由第1季度的7.4%小幅上升至第2季度的7.5%（圖2.9）。[10] 國內消費增長大致保持穩定，但房地產及製造業投資增長放緩。通脹壓力仍然溫和，按年整體消費物價指數通脹率在第2季度降至平均2.2%，而生產者物價指數則按年下跌1.5%。

圖 2.9
中國內地：國內需求及淨出口對國內生產總值增長的貢獻



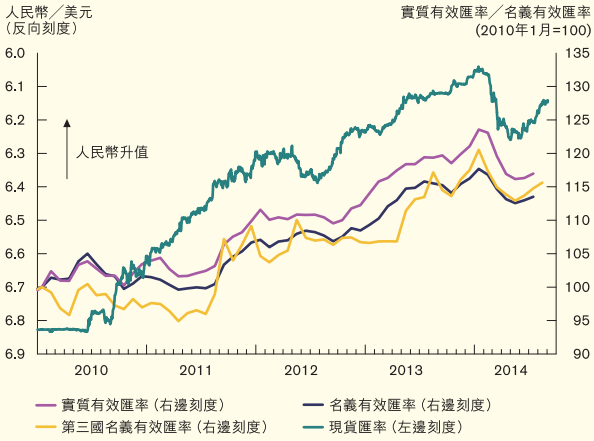
資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

預料近期的增長動力將會保持溫和。化解一些重工業過剩產能的進展比較慢，而房地產市場轉弱亦為近期的增長動力增添不明朗因素。不過，由於外部需求逐漸改善，加上政府微調經濟政策，經濟大幅下滑的風險仍然為低。8月份的共識預測顯示，2014年全年的內地經濟增長預期為7.4%，而消費價格指數通脹率則為2.4%。

[10] 經季節因素調整後，實質國內生產總值亦由第1季度的環比增長1.5%加速至第2季度的2.0%。今年上半年的國內生產總值按年增長率為7.4%。

由於人民幣兌美元匯率雙向浮動增加，加上市場對經濟前景存有憂慮，資金流入壓力於第2季度有所減退。最近幾個月，跨境資金流動壓力比較平衡，人民幣兌美元匯率亦扭轉早前幾個月的持續弱勢，於6至8月升值約1.7%（圖2.10）。8月份的共識預測顯示，在接下來幾個月內，人民幣兌美元匯率將繼續微幅升值，但就2014年全年而言，則或許會錄得小幅貶值。人民幣兌美元匯率的波幅在3月份每日交易價浮動幅度擴闊後有所擴大，但於最近數月出現回落（圖2.11）。

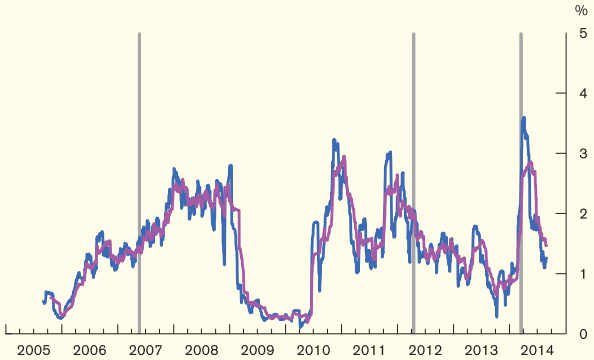
圖 2.10
中國內地：人民幣匯率



註：有效匯率指數愈高，表示人民幣愈強。第三國名義有效匯率已計及中國在海外市場所面對其他出口同類商品的經濟體的競爭。

資料來源：國際結算銀行、彭博及金管局職員估計數字。

圖 2.11
中國內地：人民幣兌美元匯率的波幅

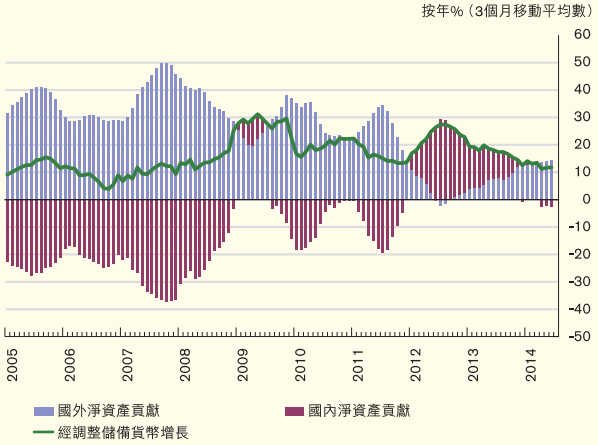


註：波幅是根據參考期間每日變動的平方值的年度化總和計算得出。

資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

中國人民銀行(人行)近期似乎傾向於採取較為寬鬆的貨幣政策。人行定向調低了一些金融機構的存款準備金率，而最近幾個月的儲備貨幣增長率也呈現企穩跡象(圖2.12)。廣義貨幣增長經歷先前幾個月的放緩後，於第2季度錄得按年上升，而銀行貸款的增長亦保持穩定。銀行及非銀行渠道的信貸擴張於7月份顯著放緩，反映信貸需求轉弱及季節性因素的影響。舉例來說，於7月份，新增委託貸款(一種由銀行作為中介並於公司之間進行的融資活動，是影子銀行的重要組成部分)由6月份的大約2,620億元人民幣降至大約1,220億元人民幣。專題2對委託貸款這種尚未被市場深入了解的融資活動進行探討。

圖 2.12
中國內地：對儲備貨幣增長的貢獻

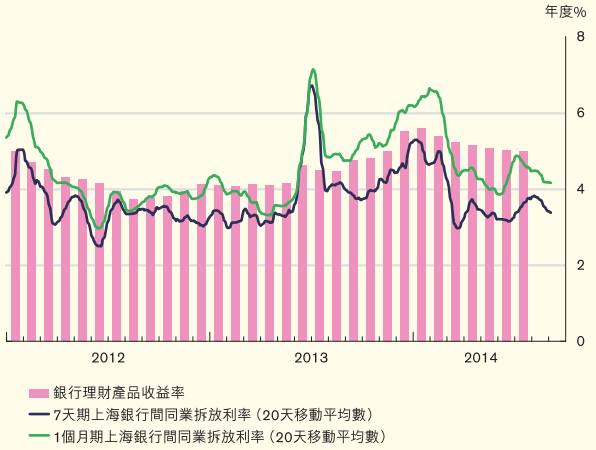


註：儲備貨幣總額乃按存款準備金率的變動作出調整。
資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

銀行的貸款加權平均利率於第2季度下降約0.2個百分點，但據媒體報導部份小型及私營企業在透過正規渠道籌集資金方面依然面臨困難，而資金成本持續高企。例如，於回顧期內，溫州(位於浙江省的一個城市，該省的民間借貸活動頗為盛行)的民間借貸綜合年利率維持在20%左右。

銀行同業拆借市場的流動性於回顧期內大致平穩，部份是因為人行進行積極的流動性管理。監管機構推出有關遏制涉及「非標準」產品的銀行同業業務快速增長的措施，也可能抑制了銀行間市場的資金需求[11]。相應地，貨幣市場利率在回顧期內無明顯趨勢，而銀行理財產品收益率則略有下降(圖2.13)。

圖 2.13
中國內地：貨幣市場利率及銀行理財產品收益率



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

股票市場於早前幾個月持續疲弱，但於最近數週展現較強動力。自7月中旬以來，上證綜合指數上升了10%以上，而上海證券交易所錄得的平均每日股票成交量亦由2014年上半年的約780億元人民幣增加至超過1,300億元人民幣。股票市場回暖部份反映隨著政府為支持經濟增長而推出微刺激措施，市場情緒有所改善。此外，「滬港通」計劃即將推出(該計劃將有助擴闊參與中國內地股票市場的國際及機構投資者基礎)[12]，似乎亦提升了市場信心。

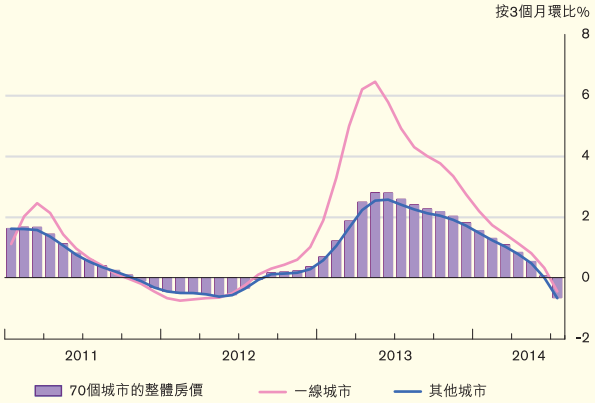
房地產市場於回顧期內似乎開始步入下行週期。在國家統計局監測的70個大中型城市中，7月份有超過60個城市的房屋價格錄得按月下跌，而3月份只有不足15個。較高級別城市的房屋價格於先前幾個季度錄得急升後，最近數月相對於較低級別的城市回軟速

[11] 「非標準」產品指不在銀行間市場或證券交易市場買賣的債權性資產，例如信託貸款、委託貸款及承兌匯票。

[12] 「滬港通」是上海與香港建立的股票市場互聯互通機制試點計劃。這項試點計劃將容許符合條件的內地投資者透過上海證券交易所(上海交易所)直接買賣規定範圍內的在香港聯合交易所有限公司(香港聯合交易所)上市的公司的股票。與此同時，試點計劃也將容許香港及海外投資者透過香港聯合交易所直接買賣規定範圍內的在上海交易所上市的公司的股票。

度更快(圖2.14)。房地產市場交易亦見轉弱，於今年首7個月，整體商品房銷售面積按年減少7.6%。

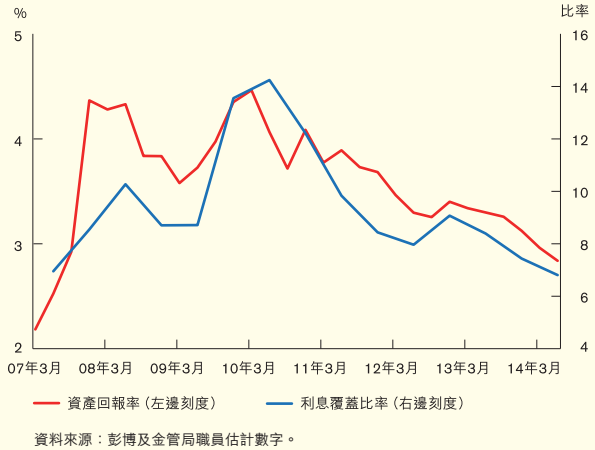
圖 2.14
中國內地：房屋價格



註：一線城市的房價乃北京、廣州、上海及深圳價格指數的簡單平均數(國家統計局)。
資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

房地產發展商的財務狀況亦隨之轉弱。於回顧期內，上市發展商的盈利能力及償債能力繼續減弱(圖2.15)，而據報導一些規模較小的發展商所面臨的境況更為艱難。

圖 2.15
中國內地：上市發展商的財務狀況

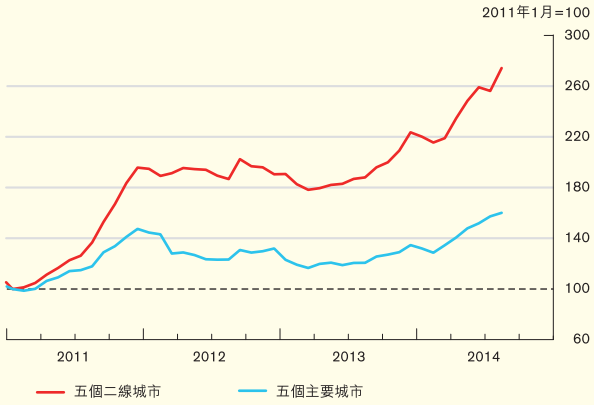


資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

雖然收緊按揭貸款可能是導致房地產市場轉弱的原因之一，但房屋供應近年來快速增長的影響可能更大。舉例來說，2011至2013年3年間的平均年度房屋新開工面積幾乎較2008至2010年高50%。

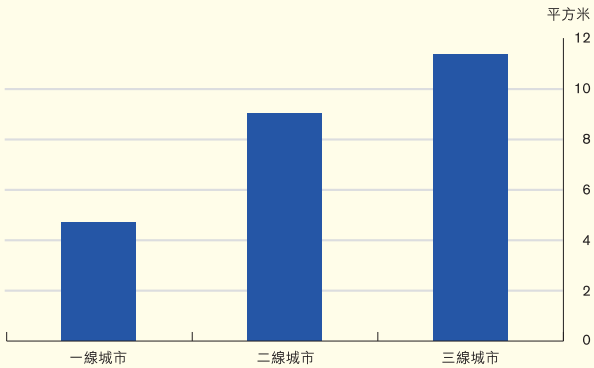
展望未來，房地產市場似乎仍面臨下行風險，特別是在較小型的城市。房地產庫存有所增加，特大型城市(包括北京及上海)的一手市場可售住房面積於過去數月錄得上升，而一些二線城市的庫存升幅更快(圖2.16)。官方數據亦顯示，於2013年，與大型城市相比，較小型城市的人均房屋施工面積一般更大(圖2.17)。為支持房地產市場，一些地方政府已採取措施(例如取消限購)。因此，房地產市場出現全國性無序調整的可能性仍然頗低。

圖 2.16
中國內地：一手市場的可售住房面積



註：主要城市包含北京、廣州、杭州、上海及深圳；二線城市包括惠州、南昌、南京、青島及蘇州。
資料來源：WIND及金管局職員估計數字。

圖 2.17
中國內地：2013年人均房屋施工面積

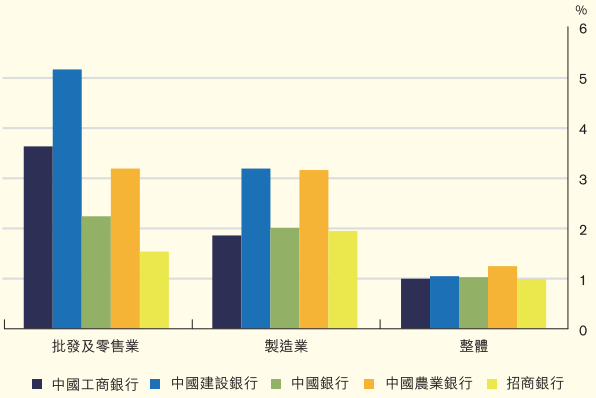


註：一線城市包括北京、廣州、上海及深圳。二線城市主要是省會城市及計劃單列市。三線城市主要包括地級市。
資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

銀行業的資產質素總體上大致保持穩定，但各個行業之間的情況卻不盡相同。雖然整體不良貸款比率僅由2013年年底的1.0%微升至2014年6月底的1.08%，

但有報導指出產能過剩部門及其相關行業的不良貸款比率以較快速度上升。事實上，一些大型銀行的數據顯示，2014年6月底，產能嚴重過剩的製造業（例如鋼鐵）及批發行業的不良貸款比率遠高於同期的平均不良貸款比率（圖2.18）。

圖 2.18
中國內地：選定行業於2014年6月底的不良貸款比率



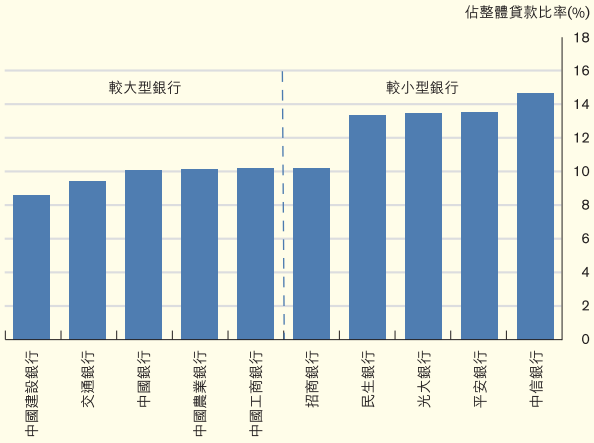
註：中國銀行的「批發及零售業」不良貸款比率為其「商業及服務業」的不良貸款比率。
資料來源：銀行財務報告。

展望未來，產能過剩問題仍將繼續對銀行的資產質素構成壓力，尤其是考慮到這些行業的槓桿水平於回顧期內持續上升。事實上，截至2014年6月底，部份產能過剩行業的債務與資產比率已經超過70%，而當中一些行業有約三成企業於今年上半年錄得虧損。

房地產市場下行為銀行業的資產質素增添不確定性因素。雖然房地產市場下行對銀行資產質素未必造成較大的直接影響，對涉及房地產及建造行業的風險承擔較少的大型銀行尤其如此（圖2.19），但其間接影響可能較為明顯。舉例來說，由於近幾年地方政府高度倚賴土地出讓收入作為資金來源，隨著房地產市場調整，其償債能力將會轉弱（圖2.20）。事實上，官方數據顯示，於第2季度，地方政府土地出讓收入的按年增長率由第1季度的40.3%降至14.5%。由於大型城市的房地產市場下行風險普遍較低，這些城市的土地出讓收入應會受到較少影響。

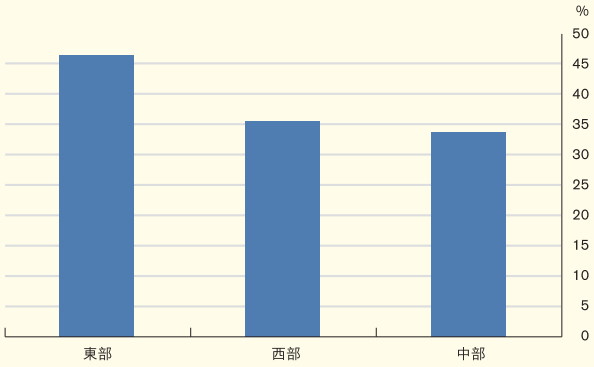
相應地，市場對銀行業的信心普遍轉差。銀行股的市帳率由2013年年底的約1倍降至8月底的約0.84倍。

圖 2.19
中國內地：2013年銀行於發展商及建造業的風險承擔



資料來源：銀行財務報告及金管局職員估計數字。

圖 2.20
中國內地：2012年地方政府負有償還責任債務餘額中承諾以土地出讓收入為償債資金來源的部分佔比



註：地區數據為有提供統計數字的省份的簡單平均數。
資料來源：WIND及金管局職員估計數字。

新型的非常規融資或影子銀行活動，例如銀證合作及互聯網金融等，於近期加速發展。特別地，貨幣市場基金的淨資產於今年上半年倍增至接近1.6萬億元人民幣。然而，整體而言，隨著有關主管部門加強監管，銀行表外及非銀行中介融資活動擴張步伐有所放緩。[13] 例如，按流量計，委託及信託貸款在社會融資規模中所佔的比例由2013年平均25%降至2014年上半年的17%。

[13] 除較早前推出的措施外，中國銀行業監督管理委員會於4月份加強對信託業務的風險管理。一旦出現流動性風險或信貸虧損的情況，信託公司的股東須提供流動性支持或資本補充。為防控透過買入返售（賣出回購）為較為非正規融資活動進行融資的風險，買入返售（賣出回購）業務項下的金融資產須為具有較高流動性的資產，如銀行承兌匯票、債券及央行票據等。

專題2
中國內地的委託貸款

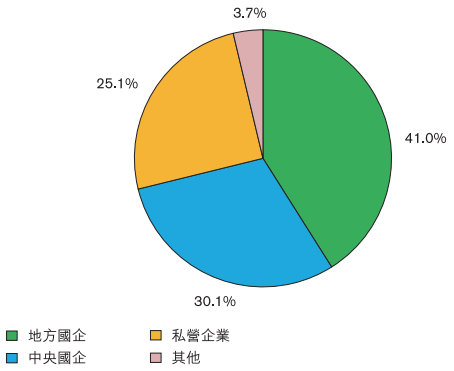
委託貸款——一項通常以銀行為中間人並於公司之間進行的融資活動——於近年快速發展。按流量計，2014年上半年的委託貸款佔社會融資總量的12.8%。於2013年年底，委託貸款的未償還餘額為8.3萬億元人民幣，佔內地影子銀行估計總額的三分之一左右。儘管委託貸款日益重要，但市場似乎仍未對它有充分了解。本專題嘗試揭開其面紗。我們根據上市公司於2013年公佈的委託貸款，探究有哪些類別的企業參與委託貸款並考察其利率水平。鑒於有媒體報導一些委託貸款以銀行貸款或發行債券作為資金來源，因此我們亦利用上市公司及債券發行公司的數據，分析中國內地可能存在的非銀行企業信貸中介活動。

哪些企業參與了委託貸款，利率有多高？

中國內地委託貸款的出現既有結構性原因，也有週期性因素。特別是，對於小企業與私營企業而言，從正規融資渠道籌集資金尤為困難，而據媒體報導，銀行貸款因應政策優先次序或政府的隱性擔保而偏向國企。近期，由於當局著力減低房地產發展商及產能嚴重過剩行業企業的槓桿水平，這些公司亦面臨比較嚴峻的借貸環境。因此，財務狀況較佳或融資能力較強的公司通常會向資金短缺的公司提供貸款。

我們根據上市公司於2013年公佈的委託貸款所作分析表明，逾70%的貸款來自國企（41%來自地方國企及30%來自中央國企），僅有25%的委託貸款是由私營企業提供（圖B2.1）。[14] 其他企業（包括外企）佔2013年上市公司委託貸款總額不到4%。按年期劃分，約80%的委託貸款還款期不超過三年。

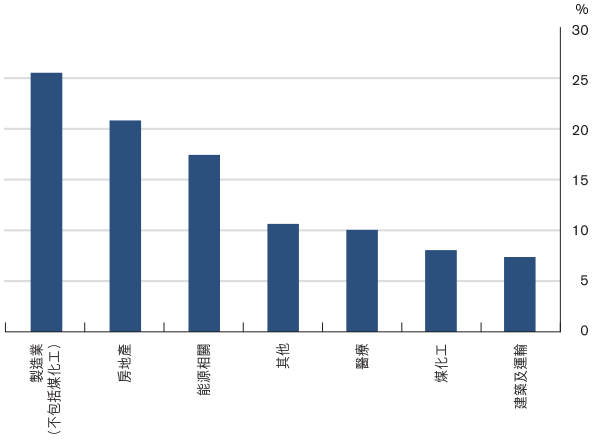
圖 B2.1
2013年按公司所有制劃分的委託貸款貸方



資料來源：上交所、深交所及金管局職員估計數字。

信貸調控較緊的行業中的公司似乎倚賴其母公司或其他公司作為重要的籌資來源。近期，政府部門收緊了銀行對產能嚴重過剩及槓桿水平快速升高的行業（例如鋼鐵、煤炭及房地產發展商）的貸款，而委託貸款的借方正好主要來自這些行業。具體而言，製造業、能源相關行業及房地產業合計佔上市公司2013年委託貸款總額的70%以上，而醫療業和建築及運輸業則分別佔10%及7%（圖B2.2）。

圖 B2.2
2013年按行業劃分的借方分佈

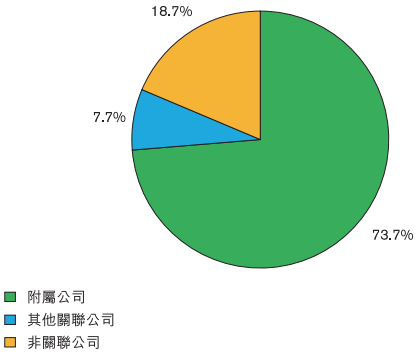


資料來源：上交所、深交所及金管局職員估計數字。

[14] 在我們的分析中，若一間企業的國有股權超過50%，則界定為國企。

多數貸款是由大型公司提供予其附屬公司或關聯企業，而非關聯公司之間進行的借貸不足20%（圖B2.3）。這或許表明，委託貸款是大型公司集團內部分配資金的一個重要渠道。

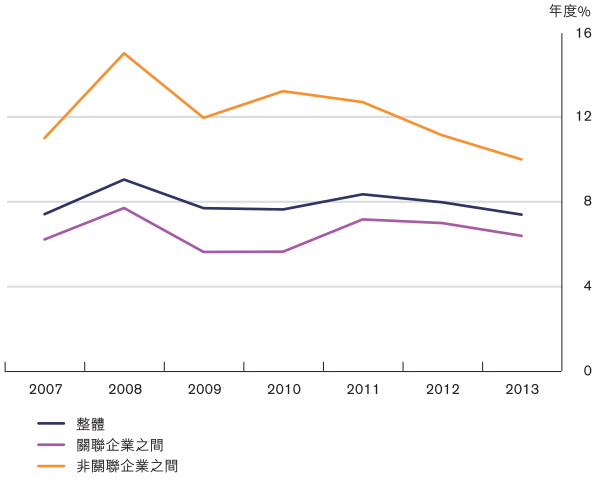
圖 B2.3
2013年按貸方與借方關係所劃分的貸款分佈



資料來源：上交所、深交所及金管局職員估計數字。

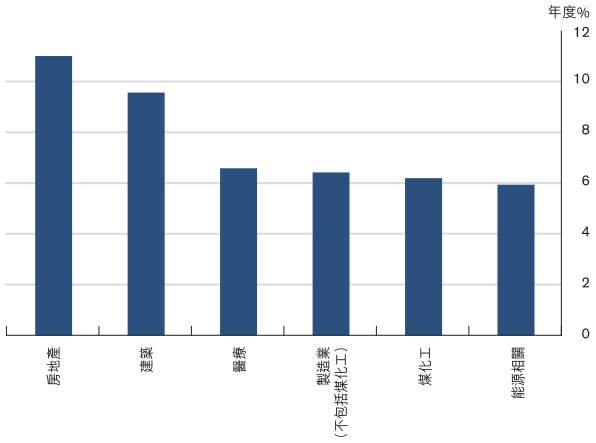
各行業及不同公司的委託貸款利率相差較大。非關聯公司之間的貸款利率通常遠高於關聯公司之間的貸款利率。於2013年，最低利率實際上為0%（大型公司向其附屬公司提供的貸款），而最高年利率為24%（非關聯公司之間的借貸）。於近年，與關聯公司之間的平均貸款利率相比，非關聯公司之間的平均貸款利率高出2.5至5.5個百分點（圖B2.4）。房地產發展商及建築業於2013年所支付的平均借貸年利率最高，介乎9.5%至11%。而其他行業所支付的借貸年利率平均約為6%，甚至更低（圖B2.5）。

圖 B2.4
按企業間關係劃分的委託貸款利率



資料來源：錢雪鬆及李曉陽 (2013)[15]、上交所、深交所及金管局職員估計數字。

圖 B2.5
2013年按行業劃分的委託貸款平均利率



資料來源：上交所、深交所及金管局職員估計數字。

委託貸款是否倚賴正規融資作為資金來源？

一些媒體報導委託貸款或倚賴來自正規渠道的融資作為資金來源。較易透過正規渠道獲取融資的一些公司或會借入款項，再貸予難以透過正規渠道籌集資金的附屬公司，而其他公司則可能從事金融中介活動主要是想從正規融資與委託貸款之間的利差中獲利。Shin等(2013)亦指出，由於預期人民幣升值，一些中國公司從國外借進外幣，再直接或間接貸予國內公司。[16]

從企業金融資產與金融負債之間的關係，可以推斷其是否從事信貸中介活動。由於非金融企業借入款項的

15 錢雪鬆及李曉陽：「委託貸款操作機理與金融風險防範：源自2004~2013年上市公司公告資料」，《企業發展》，2013年。

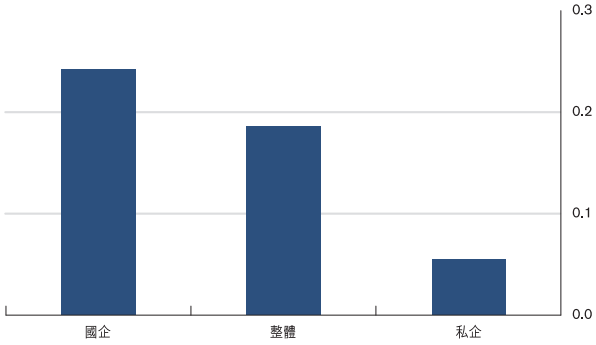
16 請參閱普林斯頓大學H. S. Shin及L. Y. Zhao著（2013年）「Firms as surrogate intermediaries: evidence from emerging economies」手稿。

目的在於獲取投資資金，因此，其金融資產及負債的變動方向往往相反。相比之下，由於信貸中介借入款項是為了貸出，故其金融資產及負債呈現相同方向的變動。根據Shin等(2013)的研究方法，我們分所有制、公司規模及所屬行業，用公司層面數據估算金融資產相對於金融負債的彈性。[17] 若一間公司的金融資產相對於金融負債具有顯著正向的彈性，則我們推斷該企業可能從事了信貸中介活動。

迴歸分析結果表明，部分企業確實從事了金融中介活動。金融資產相對於金融負債的彈性平均值約為0.2，亦即該等企業的金融負債增加1%，其金融資產則上升0.2%。這與主要先進經濟體系內非金融企業的情況形成強烈對比。例如，Shin等(2013)的估計結果表明，於過去數十年，美國非金融企業的金融資產相對於金融負債的彈性介乎-0.04至0.02。

此外，國企進行金融中介活動似乎比私營企業更為活躍。具體而言，國企的金融資產相對於金融負債的彈性的平均值約為0.24，而私營企業僅為0.06(圖B2.6)。這或許有助說明為何委託貸款主要由國企授出。換言之，由於國企更易從銀行借貸及發行債券等正規融資渠道獲得資金，部分國企或會透過該等正規渠道借入款項，轉而將相關款項貸予其他公司。

圖 B2.6
金融資產相對於金融負債的彈性

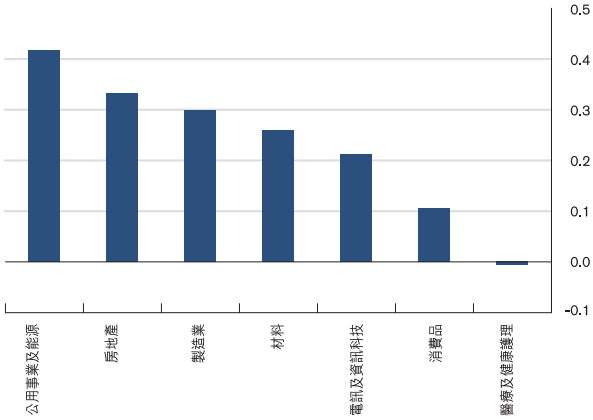


資料來源：WIND及金管局職員估計數字。

在我們的樣本中，企業從事金融中介活動的程度似乎與企業大小沒有明顯關聯。就不同的銷售規模而言，企業的金融資產相對於金融負債的彈性多數約為0.20。這或許是由於上市公司及債券發行公司均為大型公司，而與小型公司相比，大型公司較易取得借款並進而從事金融中介活動。

按行業劃分，公用事業與能源(天然氣與食水供應、煤炭等)、房地產發展商以及製造業較其他行業更多從事替代中介行為。如圖B2.7所示，電訊業及公用事業與能源業的金融資產相對於金融負債的彈性介乎0.2至約0.4，而消費品企業則不足0.1，醫療與健康護理企業為輕微負數。我們進一步發現，在面臨產能嚴重過剩問題的行業中，公司的金融資產相對於金融負債的彈性較高(0.38)，或許表明這些行業中的大型公司可能利用其獲取借款的優勢協助其他公司滿足資金需求。

圖 B2.7
按行業劃分的金融資產相對於金融負債的彈性



資料來源：WIND及金管局職員估計數字。

17 樣本包括2009年至2013年期間的3,200間上市公司及債券發行公司。

結論

本專題的主要內容概述如下：

- 委託貸款主要由國企授出。2013年的貸款多數是由大型公司向其附屬公司或關聯企業提供。近期面臨信貸調控較緊的行業中的企業(如產能過剩行業中的企業及房地產發展商)似乎利用委託貸款作為籌集資金的重要渠道。

- 各行業及不同公司的委託貸款利率相差較大。非關聯公司之間的融資活動的借貸利率通常遠高於關聯公司之間進行融資的借貸利率。具體而言，房地產發展商及建築業所支付的平均借貸利率最高。

- 我們根據上市公司及債券發行公司的數據所作分析表明，透過委託貸款放貸的公司或倚賴從正規渠道借入款項作為資金來源。具體而言，部分國企或由於較易從銀行信貸及發行債券等正規融資渠道獲得資金而從事相關信貸中介活動。

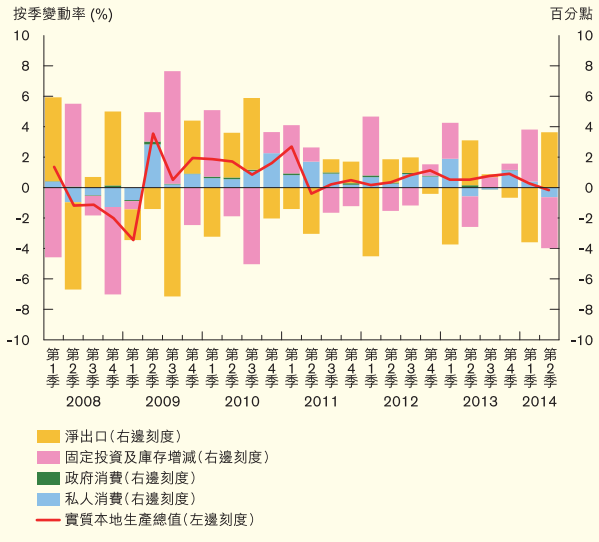
3. 本港經濟

香港經濟於2014年上半年僅錄得輕微增長，本地需求及旅客消費減弱，抵銷了貨物出口的溫和上升。外部需求向好預計會帶動經濟增長，但由於全球貨幣、宏觀經濟及金融環境仍不明朗，加上地緣政治局勢緊張，下行風險仍然存在。受惠於和緩的租金增長及企業成本壓力，本地通脹有望保持溫和。

3.1 實體經濟活動

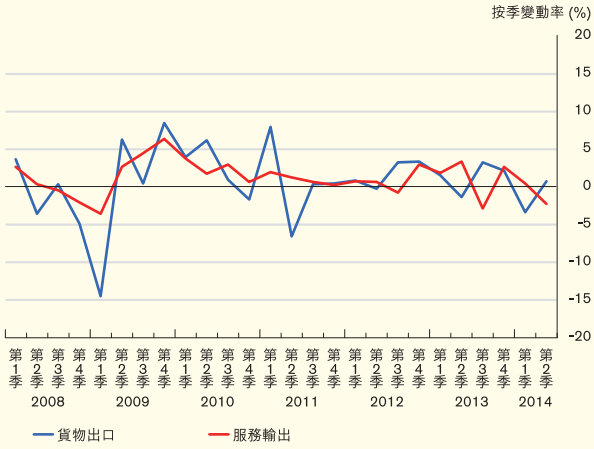
受本地需求欠佳及入境旅遊收入下降影響，香港的經濟活動於2014年上半年有所減弱。經季節性因素調整的按季實質本地生產總值於第1季輕微增長0.3%後，第2季微跌0.1%。與第1季情況相反，本地需求在第2季明顯萎縮，令實質本地生產總值增長率削減3.8個百分點(圖3.1)。投資支出是拖累本地需求的主要因素，其中機器及設備購置急劇下降。私人消費亦有所減弱，主要是經濟增長前景轉弱及房屋財富效應減退所導致。同時，服務出口主要受旅客消費轉弱所拖累，其次是金融市場活動偏軟(圖3.2)。貨物出口表現較佳，得益於外部需求增加而輕微上升。

圖 3.1
實質本地生產總值增長率及主要開支部分的貢獻



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

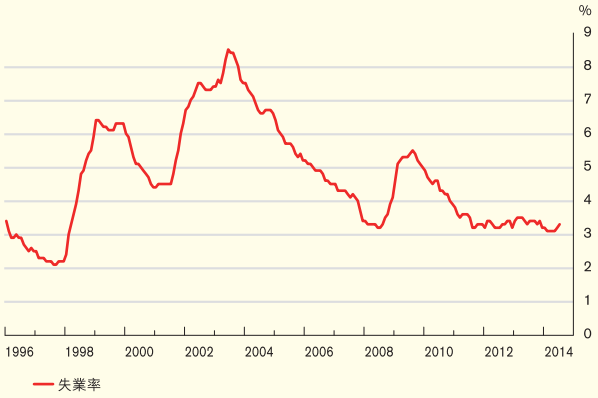
圖 3.2
實質貨物出口及服務輸出



資料來源：政府統計處。

至於實質本地生產總值的按年增長率，於第1及第2季分別放緩至2.6%及1.8%，是自2012年下半年以來最慢的增長速度，也遠低於過往10年的平均年增長率4.5%。勞工市場狀況也隨著本港經濟增長減慢而稍為緩和(圖3.3)，經季節性因素調整的失業率由第1季3.1%的16年新低，輕微上升至第2季的3.2%，其中零售、酒店及餐飲服務行業的失業率上升幅度相對較大。較低技術環節的失業率於上半年回升，而較高技術環節則保持穩定。

圖 3.3
失業率



資料來源：政府統計處。

預期香港的經濟活動於今年下半年將重拾環比增長動力，但速度仍將溫和，並且會略低於長期平均水平。隨著美國經濟繼續復蘇，而中國內地經濟在推出一些針對性的刺激措施後，亦呈現企穩的跡象，預計貨物貿易將逐步改善。貿易相關服務及金融服務輸出亦將帶來一定支持，後者在一定程度上因為即將啓動的「滬港股票市場交易互聯互通機制」而得到提振。然而，內地旅客消費轉弱，可能會繼續拖累本港服務輸出。專題3研究中國內地及美國在推動香港的經濟週期及趨勢增長方面的相對重要性。本地需求方面，主要受惠於相對穩定的勞動市場（雖然輕微緩和），私人消費預計將緩慢上升。基建項目及其他樓宇和建造活動持續，將繼續支撐整體固定資本投資，但資本開支表現則傾向反覆。金管局內部編製的綜合領先經濟指標追踪本地貨幣和金融狀況、住宅施工量、景氣指標和全球增長前景，其最新數據顯示經濟活動將於下半年溫和回升（表3.A）。總的來說，考慮到上半年的疲弱數據，政府已將其於5月公佈的2014年實質本地生產總值增長率區間預測由3-4%下調至2-3%。私人部門分析師亦於近期將他們的經濟增長預測下調至平均2.4%。

表3.A
同步經濟指標及領先經濟指標的近期走勢

	1個月變動百分比		6個月變動百分比	
	同步經濟指標	領先經濟指標	同步經濟指標	領先經濟指標
2013年				
7月	-1.3	0.3	0.3	1.6
8月	0.1	0.3	0.2	1.6
9月	0.3	0.4	-0.4	1.7
10月	0.5	0.2	-1.2	1.4
11月	2.0	0.8	1.7	1.9
12月	0.6	0.5	2.2	2.5
2014年				
1月	2.5	0.5	6.1	2.7
2月	-2.7	0.4	3.2	2.7
3月	-0.3	-0.3	2.6	2.0
4月	-2.2	0.3	-0.2	2.1
5月	0.0	0.6	-2.1	1.9
6月	-1.1	0.6	-3.8	2.0
7月	0.9	0.5	-5.3	2.0
8月	不適用	0.4	不適用	2.0

註：領先經濟指標的6個月變動率常用於檢測經濟週期轉折點。

資料來源：金管局職員估計數字。

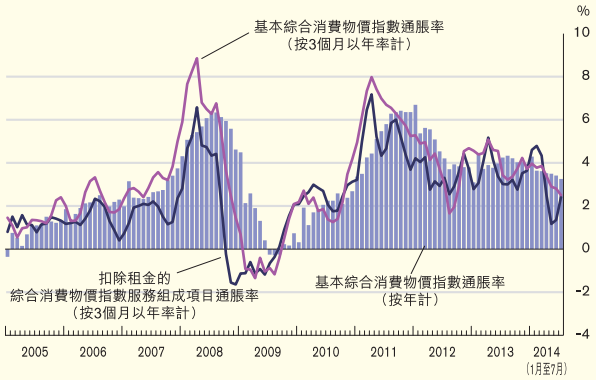
雖然展望香港經濟將恢復溫和環比增長，但若干不明朗因素及風險仍然存在。不利因素方面，如果美國經濟復蘇步伐放慢，歐元區經濟未能恢復增長，以及中國內地的宏觀經濟及金融狀況方面的擔憂持續，則外部需求可能會比預期弱。此外，對先進經濟體系未來貨幣政策路向及近期風險溢價和波動性低企可能突然逆轉的憂慮，或會給全球金融市場帶來重大下行風險，並引致國際資本流動出現波動，繼而可能對香港經濟造成負面影響。一旦地緣政治緊張局勢造成市場波動幅度驟升或貿易障礙，香港實體經濟活動亦可能透過貿易及金融渠道而受到拖累。本港方面，物業市場失衡可能會持續一段時間，為香港的宏觀經濟及金融穩定帶來更多風險。

利好因素方面，如果先進經濟體系及中國內地經濟表現比預期好，會提振全球經濟增長及國際貿易，或可為香港帶來更強勁的外部需求。這一因素加上資產價格的上揚，或會增強消費者及企業信心，從而使本港私人消費及固定資本投資受惠。

3.2 消費物價

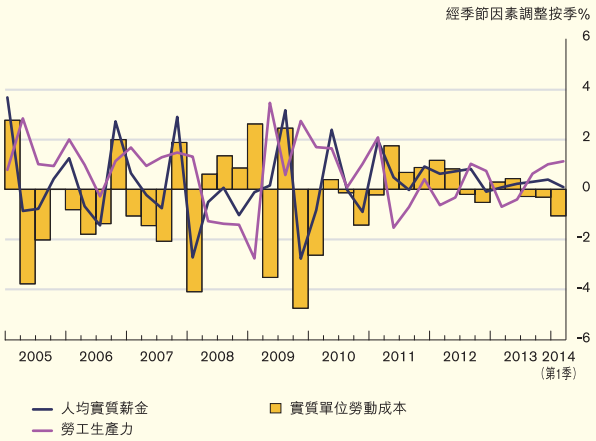
本地通脹壓力於2014年首7個月有所放緩，按年基本通脹率由1月的4.3%下降至7月的3.3%。按3個月以年率計的基本通脹率亦隨著服務項目通脹放緩，由1月的4.0%下降至7月的2.5%（圖3.4）。其中勞動成本的上升趨勢已受到抑制，人均實質薪金於2014年第1季溫和增長0.1%（圖3.5）。勞動成本壓力溫和上升，是由於負產出缺口於2014年上半年進一步擴大，反映本港經濟需求壓力減弱。同時，在零售銷售放緩的環境下，近幾個月零售物業租金以低於2%的按年增長率緩慢上升，亦有助紓緩通脹壓力。

圖 3.4
反映消費物價通脹的不同指標



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

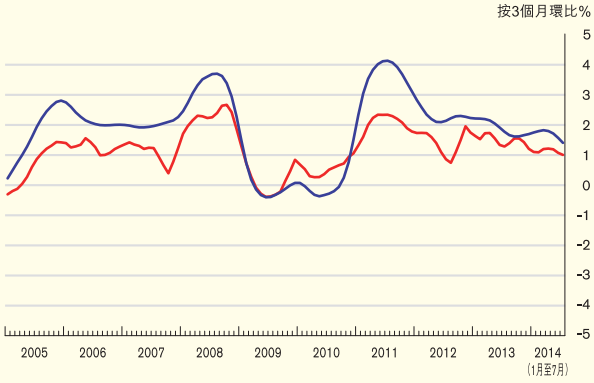
圖 3.5
單位勞動成本及勞工生產力



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

按季通脹動力將可能保持溫和，主要由於近幾個月的房屋租金增長和緩，有助抑制短期內租金對消費物價通脹所帶來的壓力（圖3.6）。此外，由於整體勞工需求有所放緩，以及零售部門表現疲弱，工資壓力將有所紓緩，再加上預期商用物業租金只有溫和增長，預料將抑制企業成本上升壓力。企業成本壓力紓緩，將有助抑制服務通脹上升，從而緩解今年下半年的消費物價通脹壓力。整體來看，2014年的按年通脹率很可能會較2013年有所下降。政府最新的基本通脹率預測已由3.7%下調至3.5%。

圖 3.6
綜合消費物價指數租金組成項目及市場租金



註：綜合消費物價指數租金組成項目已扣除一次性特別紓緩措施的影響。
資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及金管局職員估計數字。

通脹前景面臨上行及下行兩方面的風險。在下行風險方面，內地經濟放緩幅度有可能超出預期，而美國貨幣政策正常化的時間及步伐並不明朗，有可能帶來金融市場震盪或貨幣及財務緊絀狀況，減弱香港的經濟增長動力，進而抑制通脹。尤其內地遊客在港消費若顯著減少，可影響本港勞動市場及商用物業租金，進而對服務項目通脹構成下行壓力。

在上行風險方面，發達經濟體系的增長若超乎預期，將導致本地需求壓力上升，而地緣政治緊張局勢惡化帶來的風險，亦會促使能源價格上漲，推動輸入通脹上升。

專題3
香港的經濟增長與中國內地及美國的同步程度[18]

香港與中國內地的經濟持續融合，可能令兩地經濟增長的協動性增加。貿易及資金流動的整體數字顯示，中國內地經濟可能對本港經濟有著主導地位；這情況在過往十年間尤為顯著。舉例而言，在2012年，香港出口至中國內地的商品及服務佔香港出口總額的51%，而出口至美國的則佔21%，遠低於十年前的佔比。然而，以上數字未能顯示貿易流動背後最終需求的源頭。事實上，有很大部份出口至中國內地的貨品乃作轉口用途，藉以滿足先進經濟體系的最終需求，當中以美國尤甚。

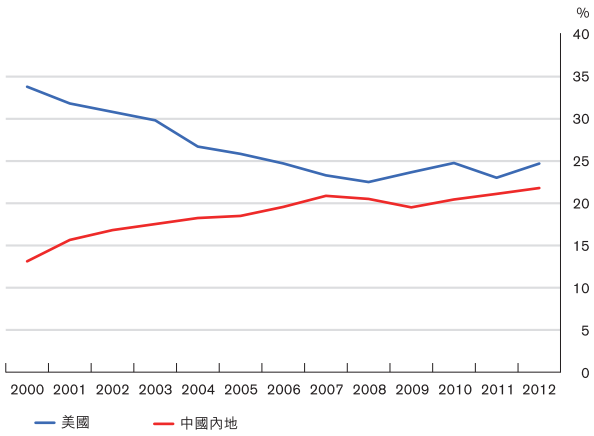
本專題旨在探討中國內地及美國對推動香港經濟增長的相對重要性。香港與中國內地的經濟融合可增強兩地的貿易及金融聯繫，使產出協動性增加。另一方面，美國依然是影響香港經濟的重要源頭，尤其是從最終需求的角度考慮，而聯繫匯率制度亦強化了美國對香港帶來的經濟震盪傳遞。我們首先會從供求角度提供一些香港貿易及資金流動的觀察結果，然後正式分析香港經濟週期及趨勢如何受中國內地及美國經濟所影響，以及有關影響如何隨著時間演變。

香港經濟與中國內地及美國融合的觀察

原則上，香港產出增長的週期及趨勢可能是由不同外來因素帶動。從供應角度而言，香港於過去20年一直擴大服務型經濟，把握中國內地崛起帶來的契機。尤其香港金融業的生產力與日俱增，並持續擴張其金融產品的供應，如首次公開招股，及隨著近年香港發展成為主要人民幣離岸中心，發行離岸人民幣債券等。

從需求角度看，香港主要擔當中國內地與世界各地貿易及資金流動的大門，以海外需求為目標。因此，香港的經濟週期與中國內地及其主要合作夥伴之間的貨品、服務及資金流動的波動息息相關。為了更清晰地從最終需求的角度分析香港的商品出口，我們對商品出口的附加值作出估計，當中撇除進口含量，並對加工貿易數據作出調整。我們估計，2012年香港出口至中國內地的商品附加值佔香港商品出口總附加值的22%左右（圖B3.1）。出口至美國的附加值份額雖然較十年前有所下降，但於2012年仍佔約25%。假如我們將美國對香港其他出口市場（例如歐元區）的影響計算在內，美國的份額將會更高。從以上觀察而言，美國的最終需求可能依然是帶動香港商品外部需求波動的主要因素。

圖 B3.1
香港商品出口（附加值）份額

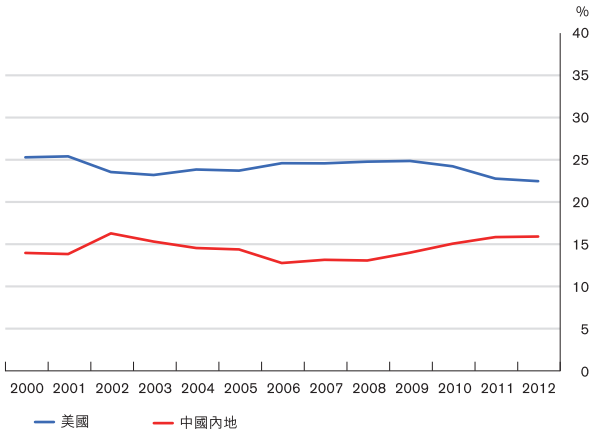


資料來源：CEIC、政府統計處及金管局職員估計數字。

[18] 本專題改編自D. He, W. Liao and T. Wu (2014)的論文「Hong Kong's growth synchronisation with China and the U.S.: a trend and cycle analysis」，香港金融研究中心工作論文15/2014號。

雖然中國內地旅客消費對香港旅遊服務出口擔當主導角色，但美國對香港非旅遊服務出口的最終需求仍較中國內地為高（圖B3.2）。[19] 當中，美國需求佔2012年香港金融服務出口的33%，而中國內地需求則佔4%。這些數字反映海外投資者對與中國內地相關的金融資產的需求。換言之，海外投資者一直推動透過香港所供應與中國內地相關的金融產品的需求，而並非像市場普遍所以為由中國內地需求所帶動。

圖 B3.2
香港服務出口（附加值）份額（撇除旅遊業）



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

經濟週期及趨勢的協動性

為了正式探討中國內地及美國對推動香港經濟的相對重要性，我們把香港、中國內地及美國的實質本地／國內生產總值分拆成週期（過渡性收入）及趨勢（永久性收入）兩個組成部份，並運用遞階結構向量自迴歸(SVAR)模型來分析源自中國內地及美國的經濟震盪如何影響香港經濟週期及趨勢。[20及21] 具體而言，用以研究經濟週期協動性的結構向量自迴歸模型包含三個經濟體系的週期性產出及通脹率，以及3個月美國國債息率。有關變量須遵照特定分級，從而令來自中國內地及美國的經濟震盪能夠互相影響之餘，亦對香港造成影響，而基於香港屬小型開放經濟體系，來自香港的經濟震盪僅可影響本地的經濟。我們的樣本涵蓋1985年第1季至1997年第2季（時期1），以及2003年第4季至2013年第2季（時期2）。研究並不包括亞洲金融危機至非典型肺炎爆發的一段期間，是由於當時香港經濟正經歷長時間的通縮。

我們的研究結果顯示，源自香港的經濟震盪於樣本涵蓋的兩段時期對本港的週期性產出及通脹波動的短期影響最為明顯。然而，源自美國的經濟震盪對香港的經濟週期波動造成長期影響。以20個季度的時段為例，於時期1約57%的香港週期性波動是源自美國的經濟震盪，而於時期2則佔約48%。美國經濟對香港的影響於兩個時期均大於源自中國內地及香港的經濟震盪（表B3.A）。另一方面，源自中國內地及美國的經濟震盪均於時期2對香港通脹造成長遠的影響，而於時期1則由源自美國的震盪造成的影響所主導。

表 B3.A
對香港週期性產出波動的貢獻

1985年第1季至1997年第2季（按季）	週期性產出			通脹		
	美國	中國內地	香港	美國	中國內地	香港
1	13.562	16.346	70.092	33.387	1.737	64.877
4	31.646	17.629	50.725	49.719	7.331	42.950
10	52.055	13.300	34.645	58.304	7.590	34.106
20	57.084	13.680	29.237	59.266	7.795	32.938
2003年第4季至2013年第2季						
1	16.500	8.574	74.926	36.998	9.709	53.293
4	37.856	18.007	44.137	34.778	36.291	28.931
10	52.416	18.104	29.481	36.855	35.910	27.234
20	47.622	28.657	23.721	37.012	35.992	26.996

資料來源：金管局職員估計數字。

19 撇除進口含量，2012年中國內地需求佔香港旅遊服務總出口的66%，2000年則佔28%，而美國的份額於同期由11%下跌至4%。

20 我們根據Aguiar, M. and G. Gopinath (2007)所發表「Emerging market business cycles: the cycle is the trend」，《Journal of Political Economy》，第115期，第69至102頁，採用永久性收入假設，分拆過渡性及永久性收入。具體而言，按照上述假設，由於消費只會對永久性收入變化有反應，實質本地／國內生產總值與消費之間的共同趨勢可用作代表永久性收入。我們對香港及中國內地的數據作出此假設並進行測試，當中消費與實質本地／國內生產總值數據之間出現的共同趨勢已通過協整檢驗(co-integration test)驗證。

21 我們運用消費及實質本地／國內生產總值數據，並使用一個簡單的狀態空間模型，估計各經濟體系的永久性收入。實質本地／國內生產總值與永久性收入估計數字的差為過渡性收入。

要探討跨地域趨勢協動性，我們估算一個結構向量自迴歸模型，當中包括香港、中國內地及美國的產出趨勢，並假設源自香港的經濟震盪因為其規模有限而不能影響其他兩個經濟體系。結果顯示，中國內地對於香港趨勢波動的影響較美國變得更重要。源自美國的經濟趨勢震盪對香港的趨勢波幅的長遠貢獻由時期1的約36%下降至時期2的30%。另一方面，源自中國內地的經濟趨勢震盪對香港趨勢波幅的長遠貢獻由約15%大幅增加至時期2的65%左右（表B3.B）。

表 B3.B
對香港產出趨勢波動的貢獻

	美國	中國內地	香港
1985年第1季至1997年第2季			
1	2.766	7.558	89.676
4	11.757	14.539	73.704
10	26.385	19.767	53.848
20	35.779	14.702	49.520
2003年第4季至2013年第2季			
1	4.935	4.735	90.330
4	15.650	42.683	41.667
10	31.818	58.990	9.192
20	29.808	65.270	4.922

資料來源：金管局職員估計數字。

結論

我們的研究結果顯示，按經濟週期頻率而言，香港經濟增長與美國經濟增長的協動程度，仍然較與中國內地經濟為高。由於週期性震盪的相似度是選擇匯率制度最重要的關鍵，香港的聯繫匯率制度在可見未來繼續適用於香港市場。另一方面，中國內地現時對香港趨勢增長的影響較美國為大。受惠於中國內地崛起成為貿易大國以及兩地經濟持續融合，香港已從製造型經濟轉型至生產力較高的服務型經濟。

4. 貨幣及金融狀況

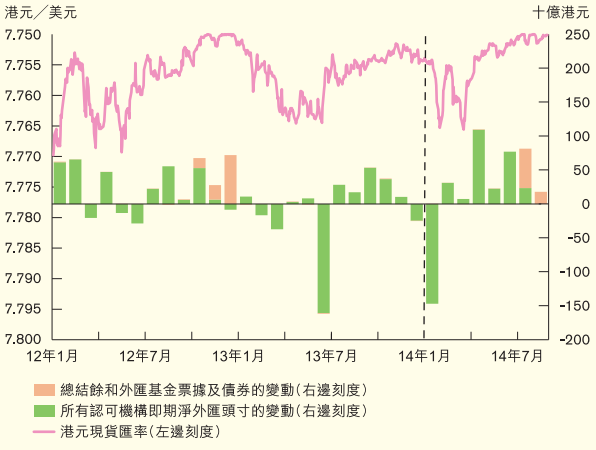
匯率、利率及貨幣動向

港元於第1季略為偏軟，但之後面對較大買入壓力，最終令強方兌換保證於7月及8月被觸發。同時，貸款增長在低息環境持續的情況下仍然存在上行壓力。

4.1 匯率及資金流

港元兌美元現貨匯率於第1季轉弱，但於第2季及其後數月，逐步轉強至逼近7.75，而強方兌換保證亦於7月及8月多次被觸發。年初，港元面臨一定沽售壓力，現貨匯率於1月30日跌至20個月低位7.7653，又於3月18日跌至另一低位7.7656。這主要反映市場憂慮美國聯邦儲備局逐漸減少購買資產的計劃，以及中國內地及部分新興市場經濟體系的金融狀況和經濟增長前景向淡。此外，認可機構的即期淨外匯頭寸於1月份驟減，亦反映非銀行私人部門面對港元資金流出壓力（圖4.1），當時本地股市活動也跟隨股票資金外流而下滑。

圖 4.1
資金流指標及匯率

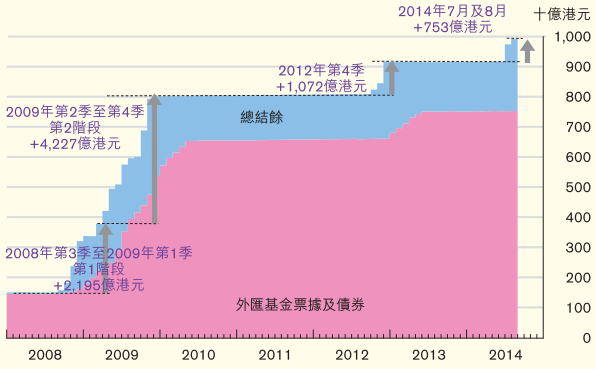


註：對於資金流指標，正值表示流入。7月份的即期淨外匯頭寸變動數據僅為暫時估算數據，8月份暫時沒有數據。

資料來源：金管局及職員估計數字。

不過淨資金流向自3月底以來出現改變。數據顯示第2季有強勁的港元淨流入非銀行私人部門，尤其在4月份，淨流入隨著股市活動回暖以及投資者的風險胃納增加而錄得大幅增長。港元現貨匯率亦逐步轉強，於6月底達至接近7.75的水平。隨後，於7月1日至8月5日期間，銀行觸發強方兌換保證，是自2012年年底以來首次。這促使金管局被動地從銀行購入合共97億美元，並同時沽出753億港元，令總結餘根據貨幣發行局機制相應增加。此前，與金管局市場操作相關的港元淨流入亦於2008年、2009年及2012年出現，合共涉及約7,500億港元（圖4.2）。

圖 4.2
資金流指標

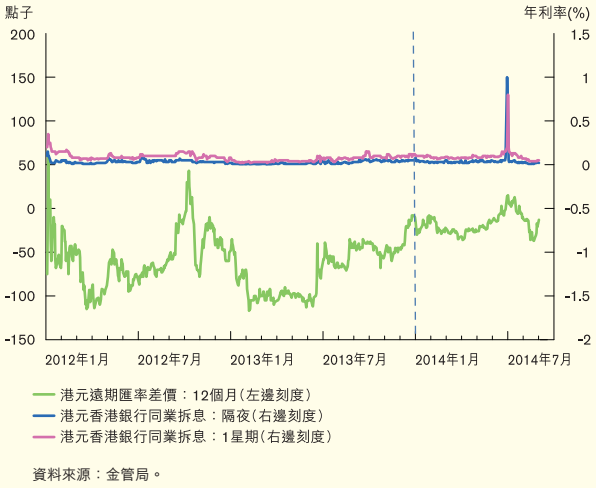


資料來源：金管局。

7月份上旬港元需求增加，反映股市集資活動頻繁、股票派息及跨境併購交易產生的商業需求增加，以及港元流動資金需求於半年結時上升。隔夜及1星期銀

行同業拆息於6月底至7月初曾一度飆升，亦印證港元流動資金需求轉強（圖4.3）。部分銀行同業市場參與者亦可能透過貨幣掉期用美元獲取港元資金，導致港元遠期匯率折讓收窄，甚至出現遠期匯率溢價。另外，在7月底至8月初期間，雖然港元面對的資金流入壓力仍然主要受股票派息活動所影響，但據稱小部分與股票相關的資金流入亦帶動了港元需求。

圖 4.3
港元流動資金需求指標



資料來源：金管局。

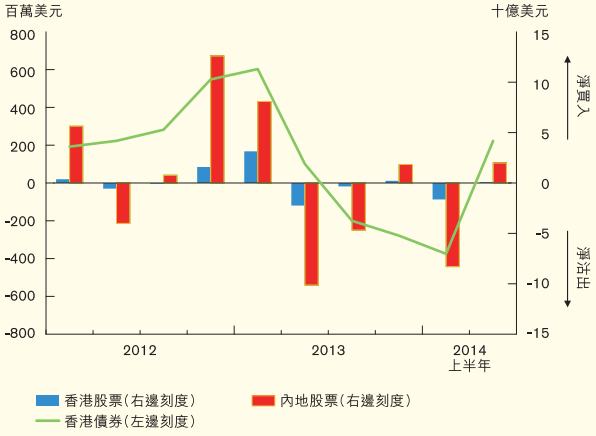
證券投資資金流在今年上半年及最近數月比較波動。根據國際收支平衡統計資料[22]，第1季出現股票證券投資資金流出，香港居民買入更多外地股票，而非本地居民則減少其香港股票持股量（表4.A）。不過，一項對全球互惠基金進行的調查顯示，股票證券資金流於第2季有溫和流入香港的跡象（圖4.4）。股票證券資金流逆轉，部分是因為投資者風險胃納再度上升，而當時全球金融市場波動性低企。債券投資方面，國際收支平衡統計資料顯示，本地投資者（主要為銀行）於第1季減持非居民債務證券，而外國投資者則隨著本地債券發行活動暢旺而買入更多香港債券（表4.A）。踏入第2季，據報基金經理淨買入香港債券（圖4.4）。

表 4.A
跨境證券投資資金流

(十億港元)	2011	2012	2013	2013 第1季	2013 第2季	2013 第3季	2013 第4季	2014 第1季
來自香港居民								
股權和投資基金份額	-237.3	-159.6	-192.8	24.8	-151.4	35.4	-101.5	-75.7
債務證券	81.5	-151.3	-278.9	-39.8	117.5	-214.7	-141.9	63.3
來自非香港居民								
股權和投資基金份額	47.1	224.5	92.4	46.2	-27.9	45.0	29.1	-8.5
債務證券	97.7	54.9	45.7	2.6	30.2	11.0	1.9	9.4

註：正值顯示資金流入。
資料來源：政府統計處。

圖 4.4
股票及債券資金流的市場調查



資料來源：EPFR Global。

銀行相關的資金流仍然維持雙向發展。本地認可機構繼續向非本地借款人提供不少貸款，而部分境外銀行的香港分行則從其母行或境外銀行獲取流動資金。這在很大程度上解釋了於第1季本地居民（主要是本地認可機構）有大量貸款及存款流出而非本地居民有存款流入香港（表4.B）。

表 4.B
存款及貸款相關的跨境資金流

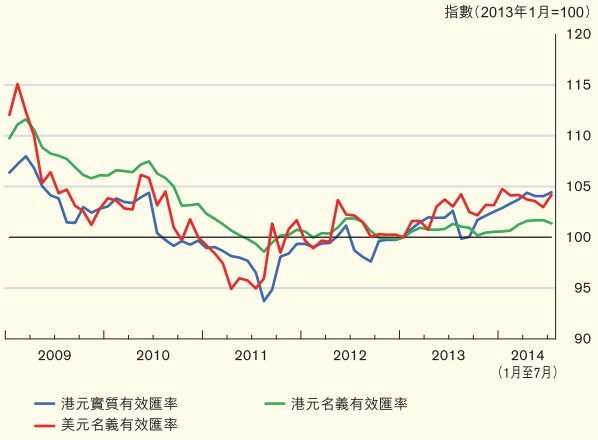
(十億港元)	2011	2012	2013	2013 第1季	2013 第2季	2013 第3季	2013 第4季	2014 第1季
來自香港居民								
貨幣及存款	-348.1	209.0	-156.0	321.2	53.6	-250.4	-280.3	-183.8
貸款及貿易信貸	-414.9	-339.3	-393.3	-187.2	-81.0	-72.7	-52.3	-133.2
來自非香港居民								
貨幣及存款	544.7	225.7	759.6	-138.1	135.8	309.5	452.4	452.8
貸款及貿易信貸	194.6	150.2	181.9	57.8	66.7	37.1	20.2	4.6

註：正值顯示資金流入。
資料來源：政府統計處。

22 在編寫本報告時，第2季的國際收支平衡統計資料尚未發佈。

港元的貿易加權名義有效匯率指數(用以衡量港元較一籃子貿易夥伴貨幣的相對價值)於今年上半年微升(圖4.5),理由是港元兌人民幣升值的正面影響超過美元微跌所造成的負面影響。由於香港通脹率比其貿易夥伴通脹率的加權平均值略高,因此港元的實質有效匯率指數升幅比名義有效匯率指數升幅稍大。最近,國際貨幣基金組織執行董事會結束了與香港就第四條進行的磋商,認同香港的對外收支平衡狀況與中期基本因素及適當可取的政策相符。執行董事會亦同意,聯繫匯率制度運作良好,令對外收支狀況大致平衡,對香港而言仍是最佳安排。

圖 4.5
名義及實質有效匯率



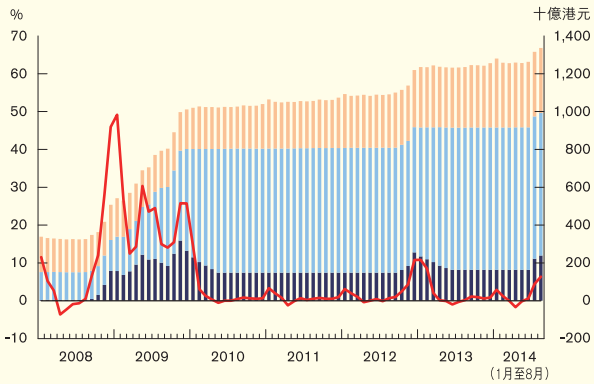
註:實質有效匯率指數經季節因素調整。
資料來源:政府統計處及金管局職員估計數字。

展望未來,雖然預計港元兌美元匯率短期內仍將處於強方兌換範圍,但較後時間的資金流方向及規模並不明朗。風險方面,日本及歐元區的央行或會延長或加強其貨幣寬鬆措施,將可能對全球風險胃納有支持作用,並推動資金流入本港。同時,預期即將啟動的「滬港通」將促進中國內地與香港之間的雙向證券投資。另一方面,美國貨幣政策正常化的時間及速度不明朗,加上市場仍然擔憂中國內地的宏觀經濟和金融狀況前景以及地緣政治緊張局勢,都可能加劇資金流波動及資金流向逆轉的風險。

4.2 貨幣及信貸

香港的貨幣及信貸環境於2014年上半年及最近數月仍然寬鬆,銀行體系流動資金充裕,利率在低位徘徊。儘管港元貨幣基礎於上半年大致穩定,但於7月及8月觸發強方兌換保證後,累計上升5.8%(圖4.6)。金管局在這兩個月因應銀行要求購入合共97億美元,沽出753億港元,令總結餘於8月底相應地上升至2,392億港元。另一方面,其他貨幣基礎的組成部份,例如負債證明書、流通紙幣及硬幣以及未償還外匯基金票據及債券等,則變動不大。

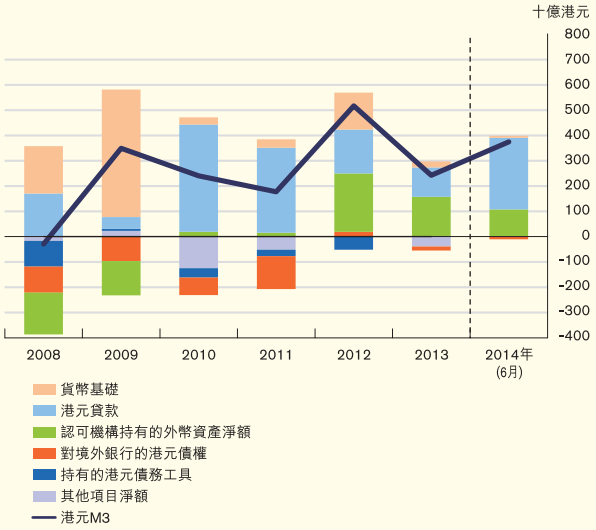
圖 4.6
貨幣基礎的組成部份



資料來源:金管局。

貨幣總量亦穩步增長。由於定期存款及非銀行部門持有的可轉讓存款證大幅增加,上半年港元廣義貨幣供應量(港元M3)按年率計上升14.4%,而2013年的升幅為5.7%。按貨幣概覽框架的對應資產分析顯示,上半年銀行貸款及認可機構淨外幣資產的增長(後者反映非銀行私人部門的資金流入壓力)對於廣義貨幣供應量有擴張性影響(圖4.7)。強方兌換保證被觸發所導致的貨幣基礎上升,亦於最近數月帶動貨幣供應擴張。

圖 4.7
港元M3及其對應資產變動

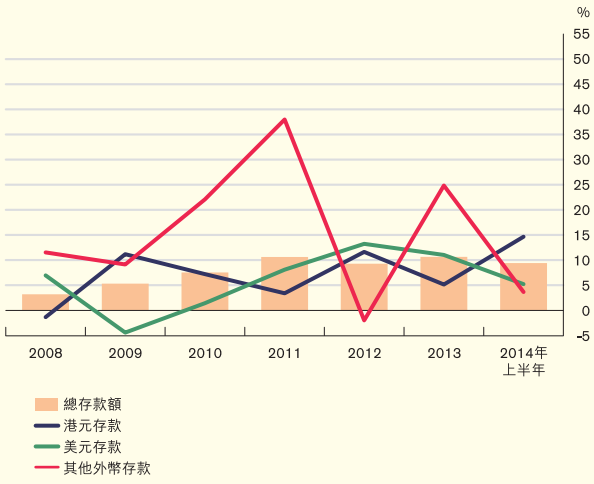


註：貨幣概覽中的港元M3乃經過調整，以計及外幣掉期存款及撇除持牌銀行的政府存款及外匯基金存款。

資料來源：金管局職員估計數字。

作為港元M3的主要組成部份，港元存款在上半年錄得按年率計14.7%的增長，遠高於2013年全年5.1%的增幅（圖4.8）。另一方面，外幣存款增幅由2013年的16.2%降至上半年的年率4.6%。當中美元存款於第1季一度下跌，但其後於第2季回復增長。人民幣存款在2014年初以穩健速度增長，其後於第2季有所下跌。本節稍後部分將對人民幣存款的近期發展作更詳細論述。總體而言，上半年認可機構的存款總額按年率計上升9.4%，略低於2013年10.7%的增幅。

圖 4.8
存款增長

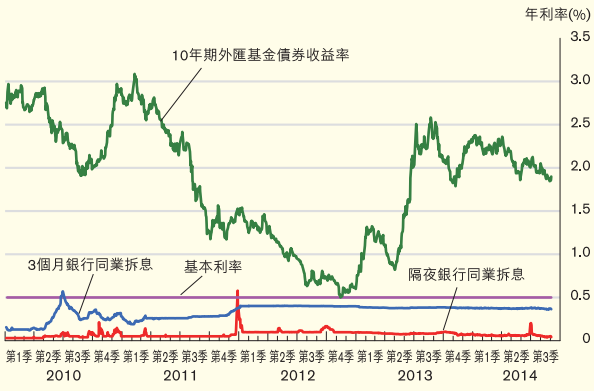


註：2014年上半年的增長率按年率計算。

資料來源：金管局。

銀行業的批發融資成本繼續處於低水平，主要反映了流動資金保持充裕。隔夜及3個月港元銀行同業拆息定價在上半年分別徘徊於0.06%及0.37%的低位，僅因銀行季末流動資金需求及首次公開招股活動而偶有波動（圖4.9）。港元收益率曲線亦趨於平坦，10年期外匯基金債券的平均收益率於6個月間下跌約20個基點至6月的2.05%，且與美元收益率的波動大致相若。另一方面，由於存款利率稍為上升，反映香港零售銀行平均融資成本的綜合利率由去年12月的0.39%升至6月份的0.47%。不過新造按揭貸款的平均貸款利率近期輕微下跌至約2%。

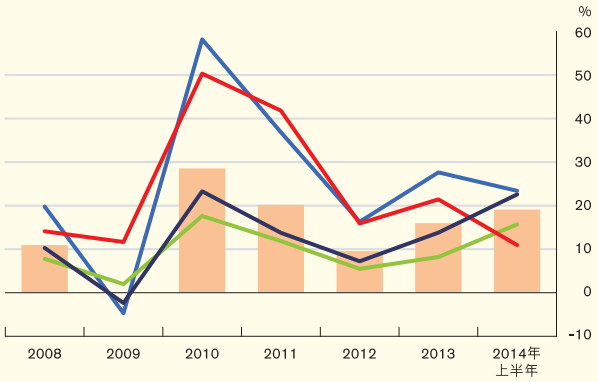
圖 4.9
港元銀行同業拆息及10年期外匯基金債券收益率



資料來源：CEIC及金管局。

在持續的寬鬆貨幣及低息環境下，銀行貸款總額於2014年上半年增長加快至年率19.1%，而2013年全年增長為16.0%（圖4.10）。反映跨境信貸需求強勁及內地相關貸款增加，外幣貸款及在香港境外使用的貸款持續以較快速度增長，按年率計分別上升23.4%及10.9%，但幅度較去年略有放緩。同時，港元貸款及在香港使用的貸款（包括貿易融資）增長分別加快至15.7%及22.6%（按年率計）。

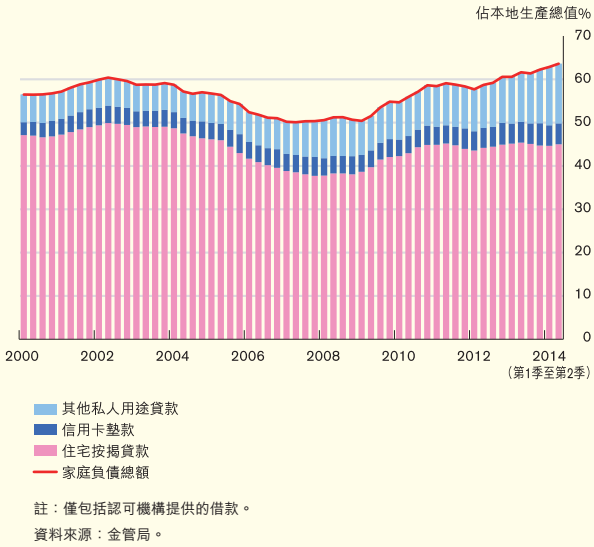
圖 4.10
貸款增長



註：2014年上半年的增長率按年率計算。
資料來源：金管局。

本地信貸方面，貿易融資於上半年顯著增長29.5%（按年率計），而對一些行業的信貸，如電力及氣體燃料、資訊科技、金融相關及證券經紀行業等，亦錄得強勁增長。家庭負債總額亦快速增長9.3%（按年率計），而2013年則增長7.2%。家庭負債增長主要由個人貸款（包括信用卡墊款及其他私人用途貸款）所帶動，按揭貸款增長亦有輕微加快。因此，家庭負債佔本地生產總值的比率於第2季上升至63.6%的水平（圖4.11）。

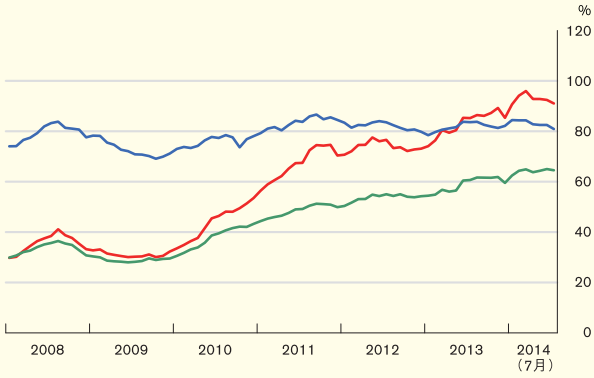
圖 4.11
家庭負債佔本地生產總值的比率及其組成部份



註：僅包括認可機構提供的借款。
資料來源：金管局。

反映存款及貸款的相應變動，港元貸存比率由2013年底的82.1%微升至2014年6月底的82.5%（圖4.12）。同期外幣貸存比率由59.5%升至65.0%，主要由於美元貸存比率上升。不過外幣貸存比率（尤其是美元）於最近數月開始回落。為防止融資風險進一步增加，金管局於3月中旬提前檢討穩定資金要求，按銀行第1季而非第2季的狀況釐定穩定資金要求。此項措施主要影響貸款急速增長而本地客戶存款基礎較為狹窄的銀行。

圖 4.12
貸存比率



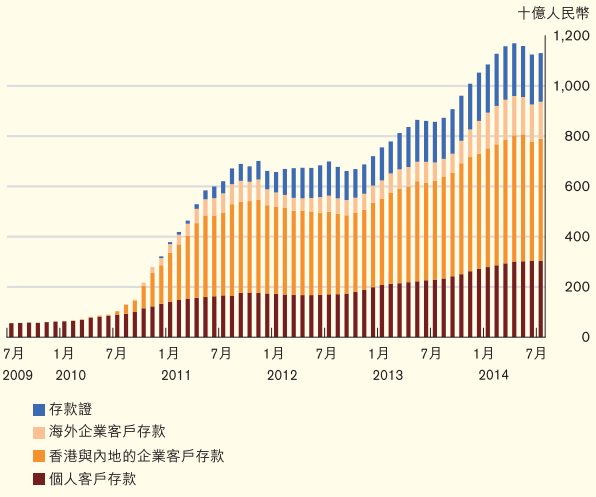
資料來源：金管局。

由於低息環境可能會維持一段時間，短期而言信貸增長壓力或會持續。預期跨境美元信貸需求仍然堅挺，同時本地信貸亦有轉強跡象。銀行、企業及家庭的債務槓桿水平可能因而進一步上升，以致在經濟環境逆轉下變得更為脆弱。

離岸人民幣銀行業務

香港的離岸人民幣業務繼續穩步發展。香港的人民幣資金池進一步擴大，存款及存款證總額繼2013年下半年增長22.3%（非按年率計）後，於2014年上半年增長6.8%至6月底11,249億元人民幣（圖4.13及表4.C）。存款及存款證主要在第1季錄得增長，第2季則有所回軟。企業存款於5月及6月減少，抵銷個人存款的穩定增幅。另外，在人民幣債券發行活動變得活躍的影響下，存款證發行量於上半年有所放緩，未償還存款證總額也錄得下跌。香港銀行處理的人民幣貿易結算業務持續快速增長，於2014年上半年金額達到29,261億元人民幣，較2013年下半年的21,456億元人民幣增長36.4%（非按年率計）（圖4.14及表4.C），香港與內地之間的支付以及與其他地方之間的支付均增逾30%。與此同時，未償還人民幣銀行貸款繼去年下半年錄得4.6%（非按年率計）的溫和增長後，於今年上半年增長加快至20.6%。

圖 4.13
香港的人民幣存款及存款證



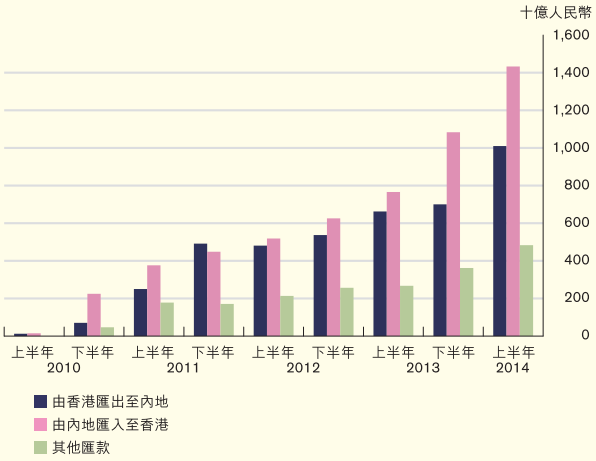
資料來源：金管局。

表 4.C
離岸人民幣銀行業務統計

	2013年12月	2014年6月
人民幣存款及存款證（十億人民幣）	1,053.0	1,124.9
人民幣存款（十億人民幣）	860.5	925.9
非香港居民的人民幣存款（十億人民幣）	19.0	29.2
人民幣存款佔存款總額(%)	12.0	12.0
人民幣存款證（十億人民幣）	192.5	199.0
未償還人民幣貸款（十億人民幣）	115.6	139.4
參與香港人民幣結算平台的銀行數目	216	222
應付海外銀行的金額（十億人民幣）	166.0	160.2
應收海外銀行的金額（十億人民幣）	164.5	230.6
	2014年1月至6月	
香港人民幣貿易結算（十億人民幣）	2,926.1	
其中：		
由內地匯入至香港（十億人民幣）	1,432.7	
由香港匯出至內地（十億人民幣）	1,010.2	
匯入與匯出的比例	1.4	
香港人民幣即時支付結算系統的交易額（期內每日平均數額；十億人民幣）	691.8	

資料來源：金管局。

圖 4.14
人民幣貿易結算匯款



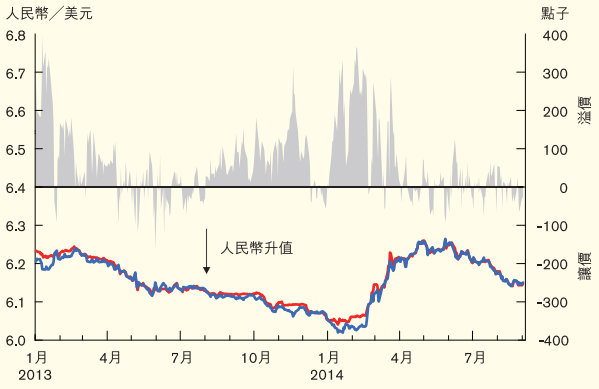
資料來源：金管局。

其間香港作為環球人民幣結算及交收服務中心的地位也得到進一步鞏固，即時支付結算系統的成交額於2014年上半年增至平均每日6,918億元人民幣，而2013年全年為3,954億元人民幣。這顯示香港在處理快速增長的全球人民幣離岸市場支付中扮演關鍵角色。

隨著「滬港股票市場交易互聯互通機制」(又稱「滬港通」)試驗計劃的推行，香港離岸人民幣業務預期將更蓬勃發展。此項計劃讓上海及香港股票市場的投資者能夠相互參與對方的股票市場，預期將促進人民幣有更廣泛的跨境使用和流通，並擴大香港離岸人民幣業務的範疇。

香港離岸人民幣匯率繼續大致跟隨在岸人民幣匯率，離岸與在岸匯率在上半年均下跌2.4%(圖4.15)。然而，離岸人民幣匯率的每日波幅略大於在岸人民幣匯率。離岸人民幣匯率對在岸人民幣匯率仍存在溢價，不過平均差價由第1季的+163點子收窄至第2季的+3點子。離岸人民幣銀行同業拆借市場的流動性在年初相對穩定，但自5月以來已稍為收緊，3個月人民幣香港銀行同業拆息定價升約60個基點至6月底的3%，主要因為人民幣債券投資的融資需求增加，以及半年結時流動資金需求上升。

圖 4.15
在岸及離岸人民幣匯率



資料來源：彭博。

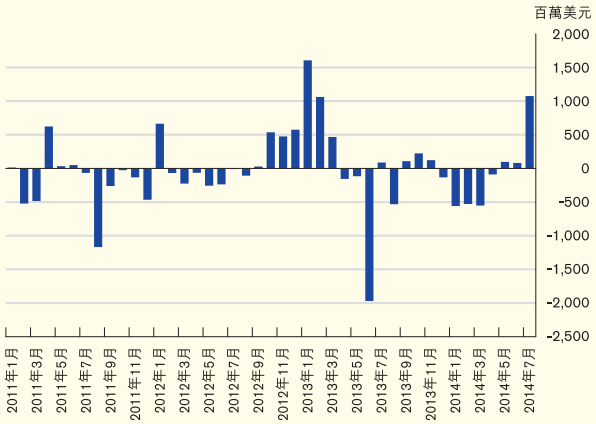
資產市場

受惠於美國聯儲局維持溫和的貨幣政策立場，加上「滬港通」的啟動為市場帶來憧憬，本港股價在過去6個月期間大幅攀升。然而，隨著貨幣政策正常化，市場的中期前景尚不明朗。港元債務市場略為收縮，但離岸人民幣債務市場繼續快速增長，非存款證債務發行額已超過2013年全年的發行額。在過去數月，住宅物業市場轉趨活躍，成交量自近期的低位回升，樓價也再度上升。物業估值仍屬偏高，可能會對加息敏感。

4.3 股市

隨著外圍市場狀況改善，且投資者對香港與上海股票市場互連的試驗計劃持樂觀態度，港股繼2014年第1季遭拋售後，於過去數月間反彈。儘管美國聯儲局繼續按計劃縮減資產購買規模，但其主席重申於可預見未來該局將維持低利率政策。因此，國際投資者重拾對高風險資產的信心，令本地股市在長時間表現欠佳以致估值低企的情況下，受益尤其顯著。這從回顧期內股票資金流逆轉（圖4.16）及銀行體系總結餘大幅增加亦可見一斑。另一方面，為穩定中國內地經濟增長，中央政府於4月份推出一系列「微刺激」措施，加上其後「滬港通」試驗計劃獲得批准的消息，進一步提振本港股市。儘管7月中烏克蘭東部及加沙地區地緣政治局勢日趨緊張，導致全球市場環境惡化，但隨著中國經濟出現穩定增長的跡象，本港股票持續上升，恒生指數（恒指）在8月份一度升穿25,000點。

圖 4.16
香港股票資金的淨流量



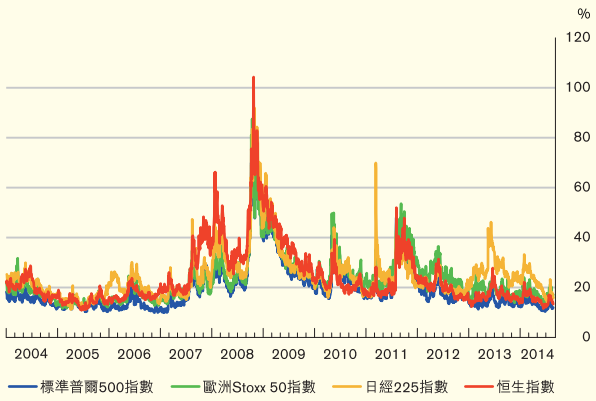
資料來源：EPFR Global。

恒指及恒生中國企業指數（亦稱作H股指數）於2014年8月分別較3月上升8.3%及10.8%。儘管港股於7月強勁反彈，但在2014年首8個月期間依然跑輸亞太區股市（圖4.17）。

圖 4.17
香港及亞太區股市表現

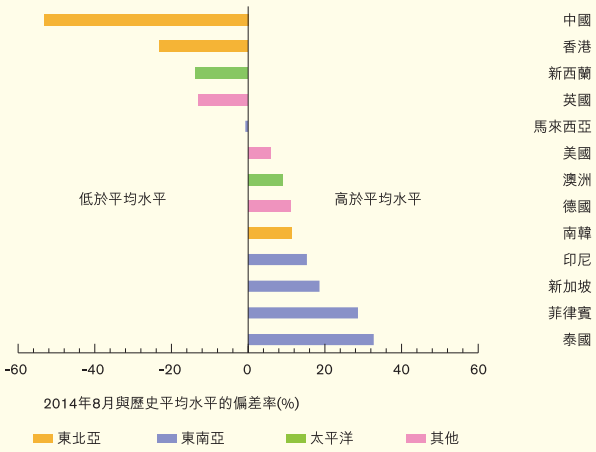
資料來源：彭博。

圖 4.18
主要股市的波幅指數



資料來源：彭博。

圖 4.19
亞太區（日本除外）及其他主要市場的市盈率



資料來源：彭博、CEIC及金管局職員估計數字。

展望未來，本港股市仍繼續深受外圍市場環境影響。隨著「滬港通」即將啟動，投資者短期內或會保持樂觀情緒。然而，在今年餘下時間，股市未必能夠平穩向好。目前環球金融市場波幅已回復至次按危機前的水平（這可能因利率持續低企的預期所產生的樂觀情緒所致），令人擔憂的是此低波幅現象會助長過度高風險行為，以致對金融穩定構成風險（圖 4.18）。事實上，有研究指出金融市場的波動與利率亦步亦趨，這表示利率反彈可導致重大的金融市場風險重估。[23] 因此，儘管港股在當前較低的估值下，大幅度下調的可能性較小（圖 4.19），但中期而言，尤其在聯儲局全面結束其量化寬鬆政策後，市場前景極為不明朗。

4.4 *債務市場*

雖然港元債務發行額因金融市場狀況改善而有所增加，但市場卻輕微收縮。在聯儲局開始縮減其買債規模後，亞洲債券市場在今年初繼續遭到拋售。然而，隨後投資者情緒因區內經濟呈現改善跡象而轉為樂觀，再加上美聯儲表示會在短期內維持低利率，導致債券市場普遍向好（圖 4.20）。在此背景下，私營機構的發債活動於 2014 年上半年有所增加，發行額按年增長 7.3% 至 1,067 億港元（圖 4.21）。[24及25] 相比之下，由於政府及法定機構／政府所擁有的公司發行的新債務大幅減少，幾乎抵銷外匯基金票據及債券發行

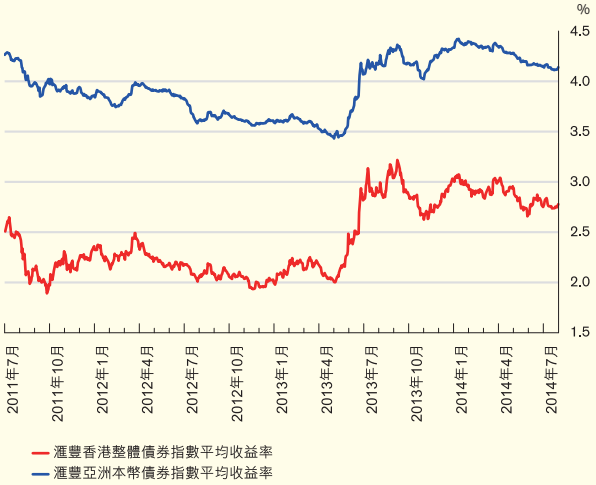
23 例如，請參閱 Bekaert、Geert、Marie Hoerova 及 Marco Lo Duca (2010)，「Risk, Uncertainty and Monetary Policy」，歐洲中央銀行工作論文。

24 私營機構包括認可機構、本地企業及海外借款人（不包括多邊發展銀行）。

25 2014 年上半年，非多邊發展銀行的海外借款人及本地企業的新債發行額分別較去年增加 149.6% 及 18.1%，至 340 億港元及 163 億港元。然而，認可機構的新債發行額按年下降 21.6% 至 565 億港元。

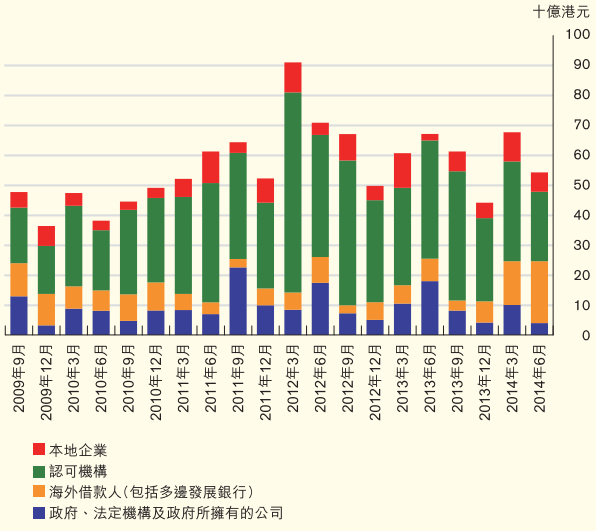
額的增幅，因此公營機構新債發行額僅增長0.4%至10,789億港元。[26] 整體而言，2014年上半年的新債發行總額為11,869億港元，較去年小幅增長1.1%。

圖 4.20
亞洲及香港本幣債券平均收益率



資料來源：彭博。

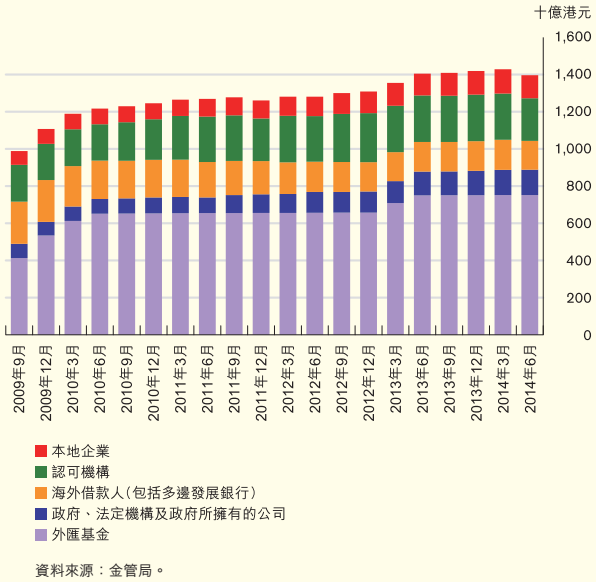
圖 4.21
新發行的港元債務（外匯基金票據及債券除外）



資料來源：金管局。

儘管新債發行總額增加，但港元債務市場錄得5年來的首次按年收縮，不過幅度很小。於2014年6月底，未償還港元債務證券總額為13,967億港元，較去年輕微下降0.6%（圖4.22）。公營機構的未償還債務總額按年增長1.2%。雖然私營機構的發行額顯著上升，但其未償還債務總額卻按年下跌3.0%。這似乎與香港及亞洲其他地區企業債券快速增長的趨勢背馳。專題4回顧近年亞洲企業債券市場的發展，並討論所涉及的潛在風險。

圖 4.22
未償還的港元債務



資料來源：金管局。

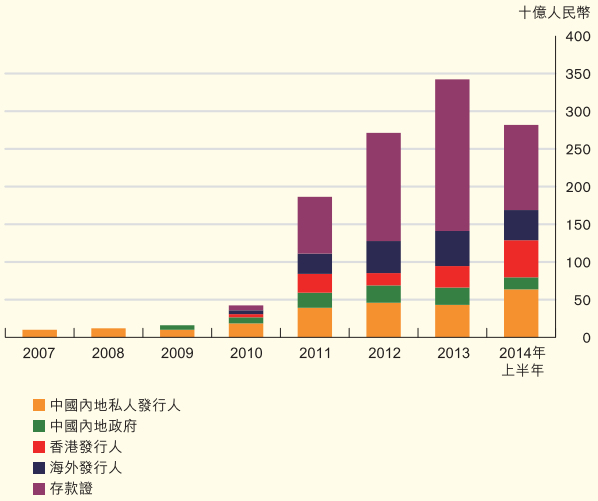
另一方面，香港離岸人民幣債務證券市場於2014年上半年繼續快速擴張。雖然市場擔心人民幣進一步貶值，且繼2014年3月發生首宗在岸企業債券違約事件後對內地債券發行人信貸質素的憂慮加深，但投資者對離岸人民幣債務證券的需求仍然殷切。[27] 因此，2014年上半年的發行總額按年顯著上升38.3%至2,819億元人民幣（圖4.23）。尤其非存款證債務證券的發行額達1,688億元人民幣，超過2013年全年錄得的發行總額。儘管中國內地私人發行人在2014年上半年的發行額佔總發行額（存款證除外）的37.7%，但香港發行人的發行額錄得較強勁的增長，

26 外匯基金票據及債券發行額於2014年上半年按年增加1.8%至10,649億港元，相當於同期新債發行總額的89.7%。法定機構／政府所擁有的公司及政府發行的新債分別大幅減少68.7%及43.5%，至26億港元及113億港元。

27 債務證券包括中期及長期票據、債券、存款證及商業票據。

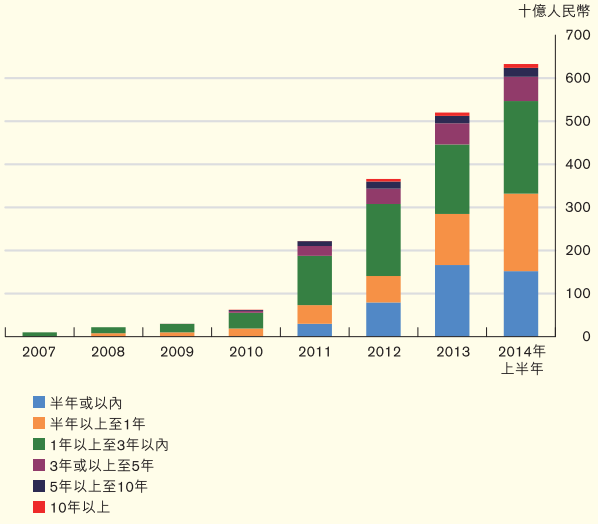
按年增加251.2%(353億元人民幣)。這主要是由於在本港經營的銀行的發債活動有所增加。隨著發行額大幅增長，香港未償還離岸人民幣債務證券總額按年增加31.3%，於2014年6月底達到6,327億元人民幣的歷史高位(圖4.24)。

圖 4.23
新發行的離岸人民幣債務證券



資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

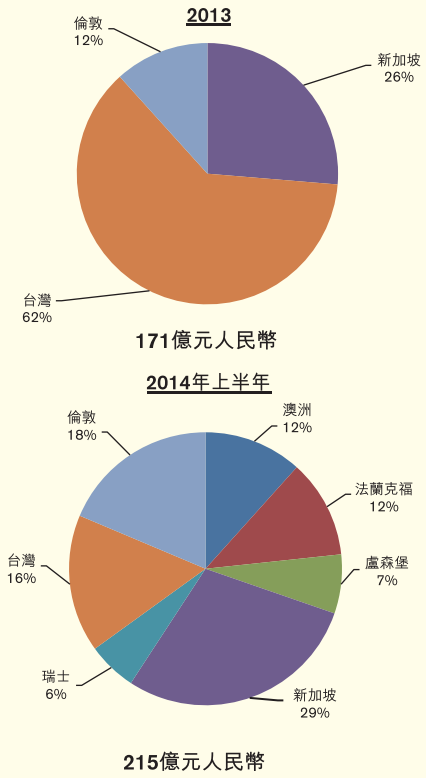
圖 4.24
未償還離岸人民幣債務證券(按剩餘年期劃分)



資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

與此同時，香港以外的離岸人民幣市場的債券發行總額於2014年上半年達到215億元人民幣(圖4.25)。除倫敦、新加坡及台灣之外，該等債券中亦有一大部分是在其他離岸人民幣市場發行，包括澳洲、法蘭克福、盧森堡及瑞士。這反映全球離岸人民幣市場縱深發展。

圖 4.25
在香港以外的新發行離岸人民幣債券



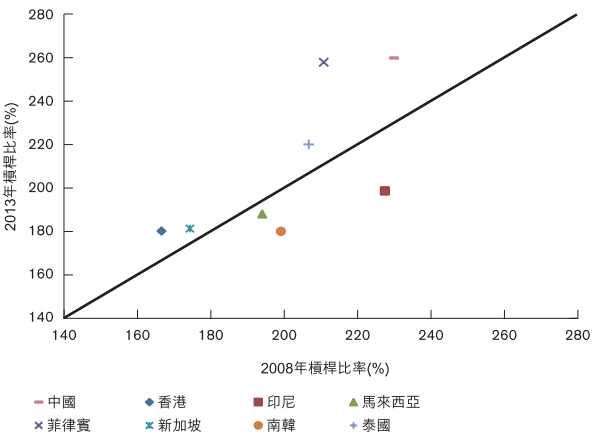
資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

展望未來，預期香港離岸人民幣債務證券市場於下半年將繼續穩定增長。供應方面，市場上的再融資需求殷切，將會繼續為債務發行提供支持。於2014年6月底，於本年底到期的未償還債務證券達1,521億元人民幣，相當於未償還總額的24.0%(圖4.24)。需求方面，由於內地經濟前景改善，且近期人民幣相對穩定，投資者對離岸人民幣債務證券的胃納可能會保持強勁。

專題4
近期亞洲企業債券市場的發展

在過去數年間，亞洲企業債券市場快速增長。但與此同時，區內企業的槓桿比率亦有增無減。大型非金融類上市企業的資產負債表統計數字顯示，除印尼、馬來西亞及南韓外，亞洲主要經濟體系的企業槓桿比率於過去數年均呈現上升趨勢（圖B4.1）。此情況引起外界關注亞洲經濟體系承受全球流動資金狀況突然逆轉的能力，尤其2013年5月因聯儲局表示減少買債而觸發債券市場大舉拋售後，外界對此更為關注。在此背景下，本專題將回顧近期亞洲企業債券市場的發展，並討論快速擴展所帶來的風險。

圖 B4.1
亞洲主要經濟體系的大型非金融類上市公司的槓桿比率



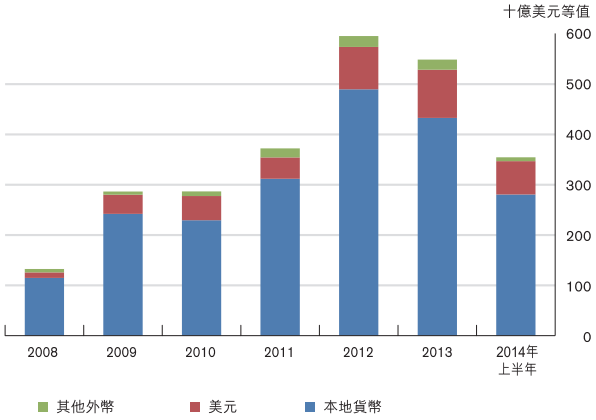
註：
1. 槓桿比率的定義為總資產與股東資金之比率。數值越高表示槓桿水平越高。
2. 大型非金融類上市公司指上圖8個經濟體系主要股市指數的非金融類成份股，包括滬深300指數、恒生指數、雅加達綜合指數、富時大馬吉隆坡綜合指數、菲律賓綜合指數、海峽時報指數、韓國綜合指數及泰國證券交易所指數。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

近期發展

經歷全球金融危機後，亞洲企業越來越依賴債券市場來滿足資金需要。根據交易所屬地區（涵蓋企業於在岸及離岸的債券發行），2012年主要亞洲經濟體系的非銀行企業債券發行額達5,948億美元，是2008年發行額的四倍多（圖B4.2）。[28及29] 儘管一級市場活動於2013年有所下降，但新發行債券總額仍維持於5,481億美元的相對較高水平。除了低息環境推動的尋求高回報活動之外，歐洲銀行去槓桿化令銀行信貸緊縮及亞洲經濟基礎有所改善等多項其他因素，亦有助推動市場近期的強勁增長。隨著發行額急升，亞洲主要經濟體系的非銀行企業債券未償還總額較2008年大幅上升366.8%，至2014年6月底的22,993億美元（圖B4.3）。

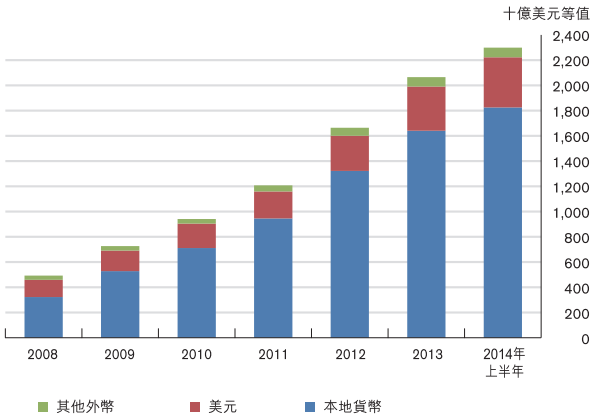
圖 B4.2
亞洲主要經濟體系新發行的本地非銀行企業債券



註：亞洲主要經濟體系包括中國、香港、印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓及泰國。

資料來源：金管局職員根據Dealogic數據估計得出的數字。

圖 B4.3
亞洲主要經濟體系本地非銀行企業債券的未償還金額



註：亞洲主要經濟體系包括中國、香港、印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓及泰國。

資料來源：金管局職員根據Dealogic數據估計得出的數字。

28 根據Dealogic對交易所屬地區的定義，假如發行人的母公司對其作出信貸支持或保證，則根據發行人的母公司所屬地區而定。至於沒有信貸支持或保證的交易，交易所屬地區則指發行人所屬地區。

29 企業債券包括投資級別及高收益債務、中期票據及優先證券。當中所有交易的原有年期均為18個月或以上。

雖然亞洲主要經濟體系自21世紀初期已推出政策措施促進本地貨幣債券市場的發展，但近期市場注意力主要集中於亞洲企業的外幣債券發行量在過去數年間急劇上升的情況。[30及31] 於2013年，亞洲主要經濟體系的非銀行企業所發行的外幣債券達1,160億美元，較2008年大幅上升557.3%（圖B4.2）。尤其美元債券的發行額於同期躍升接近8倍至2013年的957億美元，反映企業把握聯儲局實行量化寬鬆政策所締造的低息環境發債集資。隨著發行額強勁增長，區內非銀行企業外幣債券的未償還總額於2014年6月底達到4,742億美元，其中83.8%來自美元債券（圖B4.3）。

除了發行額增長外，亞洲企業近年亦較有能力發行年期較長的債券。於2013年，亞洲主要經濟體系非銀行企業的新發行債券加權平均年期由2008年的5.9年延長至6.3年。債券年期的延長，部份是由於企業在離岸市場的外幣債券發行飆升，而離岸市場的發展傾向較為成熟，並較能吸引機構投資者。[32及33]

30 關於發展區內本地貨幣債券市場的政策措施詳情，請參閱亞洲開發銀行於2012年發表的「ASEAN+3 Bond Market Guide」。

31 關於新興市場經濟體系中企業外幣債券發行額上升所造成的影響，請參閱Turner, P (2014)，「The global long-term interest rate, financial risks and policy choices in EMEs」，國際結算銀行工作論文第441號。

32 關於新興市場經濟體系中企業在離岸市場發行債券的近期發展，請參閱2013年9月的BIS Quarterly Review專題2。

33 關於在離岸市場發行債券的動機，請參閱Black, S.及Munro, A. (2010)，「Why issue bonds offshore?」，國際結算銀行工作論文第334號。

34 我們必須強調，以下的分析主要集中於債券市場，因此，我們無法就區內企業的槓桿程度提供全面分析。

35 雖然外幣債券於2014年6月底佔本港非銀行企業債券未償還總額的85.2%，但其中75.1%的外幣債券都是以美元計值。因此，在聯繫匯率制度下，本港企業的外匯風險可以說是不高。

36 計算加權平均年期時並不包括永久債券。

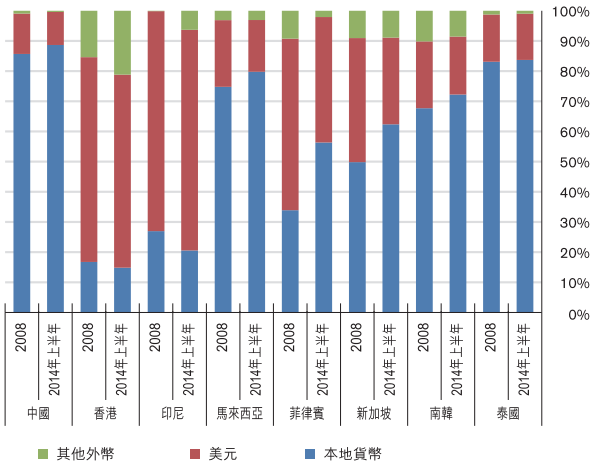
相關風險

區內債券發行快速增長，在假設其他因素不變之下，已帶來多項風險，包括外匯風險、利率風險及信貸風險。這些風險對金融穩定性構成潛在影響，須密切監察情況發展。[34]

外匯風險

首先，外幣債券發行額飆升似乎顯示企業可能會承受更高的外匯風險，引發對潛在貨幣錯配的關注。然而，在過往數年間，本地貨幣債券的增長同樣迅速。事實上，本地貨幣債券目前佔區內大部份經濟體系中未償還債券總額的較大份額，唯獨香港及印尼除外（圖B4.4）。[35] 因此，貨幣錯配風險不一定有所增加。

圖 B4.4
亞洲主要經濟體系於2014年6月底的未償還非銀行企業債券分項數字（按貨幣種類劃分）



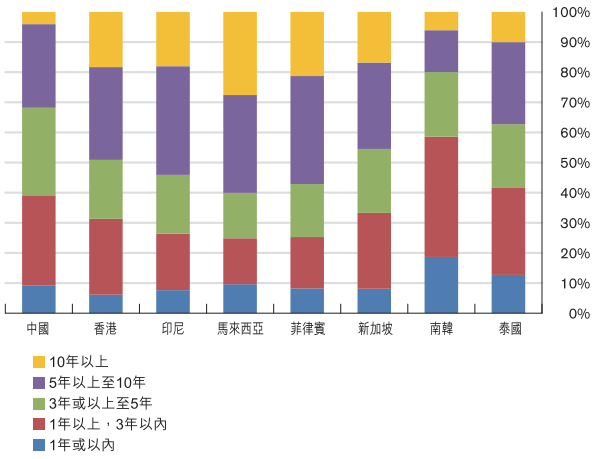
資料來源：金管局職員根據Dealogic數據估計得出的數字。

利率風險

第二，鑒於較長年期債券的發行量日增，區內未償還非銀行企業債券的平均尚餘年期於2014年6月底維持在4.9年的相對較高水平；而在大部份經濟體系中（南韓除外），超過50%的未償還非銀行企業債券的尚餘年期為最少3年（圖B4.5）。[36] 這顯示區內企業的再融資需要未必會在短期內大幅增加。此外，由於企業於過往數年間透過發行定息債券以鎖定低成本的長

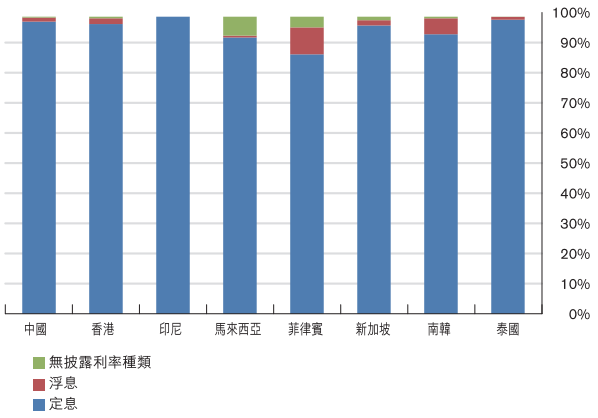
期資金，故定息債券佔未償還非銀行企業債券總額的大部份。於2014年6月底，定息債券佔亞洲主要經濟體系中非銀行企業債券未償還總額的97.1%，表示美國貨幣政策正常化不一定會導致企業的利息開支於短期內大幅上升（圖B4.6）。儘管如此，由於美國貨幣政策正常化可能會導致企業債券按市價計算的價格下降，故企業再融資時仍會面對較高的利息成本。

圖 B4.5
亞洲主要經濟體系於2014年6月底的未償還非銀行企業債券分項數字（按尚餘年期劃分）



資料來源：金管局職員根據Dealogic數據估計得出的數字。

圖 B4.6
亞洲主要經濟體系於2014年6月底的未償還非銀行企業債券分項數字（按利率種類劃分）



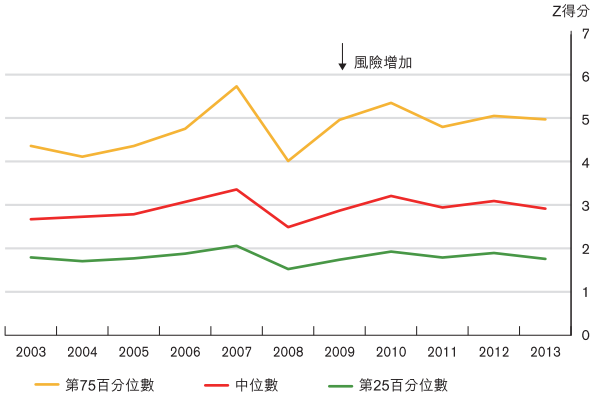
資料來源：金管局職員根據Dealogic數據估計得出的數字。

37 舉例而言，市場關注區內部份企業的負債不合比例的高，並較其他企業的風險高。請參閱2014年4月的IMF Regional Economic Outlook: Asia and Pacific第2章。

信貸風險

最後，儘管企業債券發行量相當多，但企業違約的可能性仍相當穩定。它們Altman的Z得分仍大幅高於2008年全球金融危機時所錄得的水平（圖B4.7）。因此，雖然近年亞洲企業的槓桿比率有所上升，但其現階段的信貸風險未必顯著增加。

圖 B4.7
亞洲主要經濟體系大型非金融類上市公司Altman的Z得分



註：
1. Z得分越低表示公司違約的可能性越高。
2. 亞洲主要經濟體系包括中國、香港、印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓及泰國。
3. 大型非金融類上市公司指以上8個經濟體系主要股市指數的非金融類成份股，包括滬深300指數、恒生指數、雅加達綜合指數、富時大馬吉隆坡綜合指數、菲律賓綜合指數、海峽時報指數、韓國綜合指數及泰國證券交易所指數。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

結論

亞洲企業過往非常倚賴銀行及股市進行融資，而亞洲金融危機亦確定了這個主要的結構性弱點。近年，債券市場開始在區內的金融中介範疇擔當更突出的角色。從結構性的角度而言，此情況應屬一項獲市場歡迎的發展。

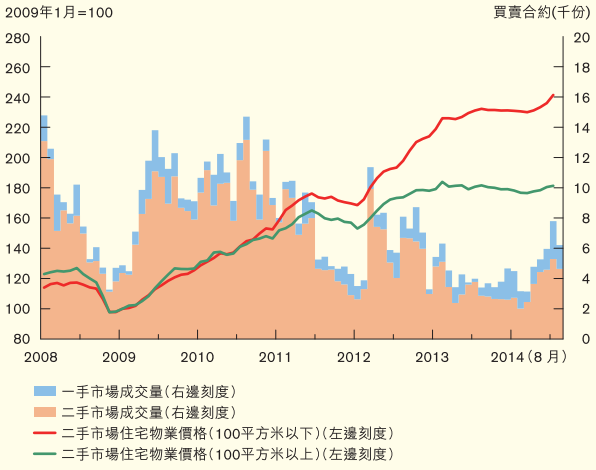
然而，我們須仔細分析市場快速擴張所帶來的風險。本專題純粹根據一些債券市場的綜合數據審視風險，並歸結認為有關風險仍然受控。不過，這並不表示所有亞洲企業均相當安全。發行債券只是其中一種融資途徑。評估企業槓桿程度時需要更深入分析其資產負債表及其他情況。[37] 因此，我們仍須密切監察企業不斷上升的槓桿比率，尤其聯儲局的貨幣政策正常化及區內宏觀經濟環境帶來不確定因素，這方面不能鬆懈。

4.5 物業市場

住宅物業市場

住宅物業市場在過去一年多經過整固後，於近數月轉趨活躍，成交量自近期的低位回升，樓價也再度上升。物業市場轉強的主要原因是累積的住房需求釋放，以及有關美國及香港快將加息的憂慮稍減，令市場情緒改善。事實上，信貸狀況仍然利好，按揭利率持續低企，銀行亦稍為放寬信貸。交易活動在一手市場率先回升，其後二手市場跟隨，尤以中小型單位為主導。買賣合約每月平均登記宗數由2013年下半年3,827宗上升至2014年上半年的4,467宗，隨後於7月及8月進一步上升至7,002宗（圖4.26）。

圖 4.26
住宅物業價格及成交量

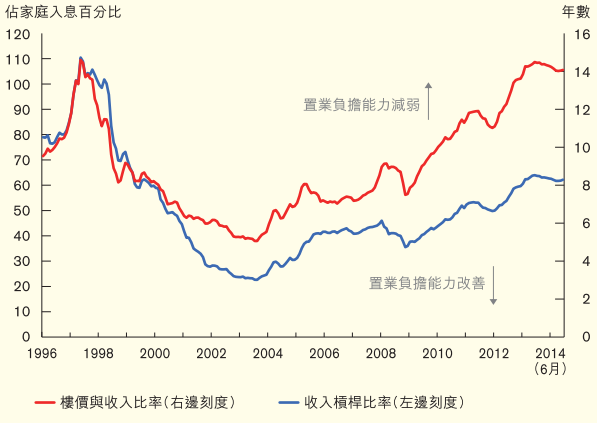


資料來源：差餉物業估價署及土地註冊處。

樓價方面，二手市場住宅物業價格在2013年大部分時間平穩發展，及至今年第1季微跌0.6%後，於4月至7月上升4.9%。中小型單位（實用面積100平方米以下）價格尤其強韌，於4月至7月上升5.0%至歷史高位。大型單位（實用面積100平方米以上）的價格也快步上升，但仍未完全回復到去年整固前的水平。中原城市領先指數、賣家叫價及銀行估價等其他價格指標也顯示住宅價格有上行壓力。至於一手市場方面，發展商繼續為新推出單位提供折扣及優惠，令近期一手對二手住宅的溢價有收窄跡象。

根據最新的市況發展，物業估值相對家庭收入及經濟基本因素而言仍屬偏高，繼續是香港宏觀金融穩定性的關注點。雖然收入持續增長，但置業負擔能力仍然較弱，樓價與收入比率於第2季維持在14.0的高位，僅略低於1997年時的最高位，而收入槓桿比率仍在61.9%徘徊，高於50%的長期平均水平（圖4.27）。[38] 假如按揭利率上升至更為正常的水平，例如增加300個基點，則收入槓桿比率會飆升至80.8%。此外，買租價差有所擴大，反映置業相對租住的成本繼續攀升（圖4.28）。[39] 住宅租金收益率在1月至7月平均處於2.2-3.2%的低位，接近10年期外匯基金債券的收益率，反映市場積極追求高回報。

圖 4.27
置業負擔能力指標

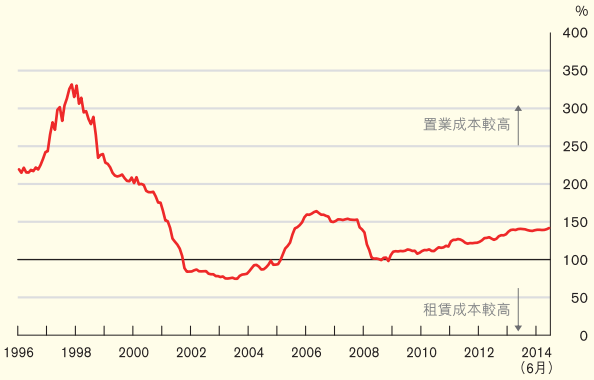


資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及金管局職員估計數字。

[38] 價格收入比率指一般50平方米單位的平均價格與私人住宅住戶的家庭入息中位數的比率。另外，收入槓桿比率指一般50平方米單位（以20年期、七成按揭計算）的按揭供款與私人住宅住戶的家庭入息中位數的比率。

[39] 買租價差反映置業成本（以20年期、七成按揭計算）與租賃成本的比率。

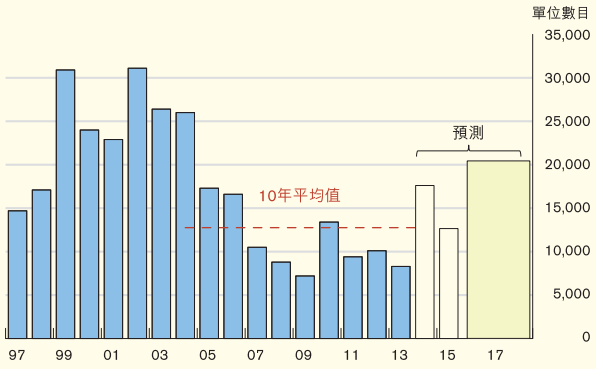
圖 4.28
買租價差



註：該指標按一個50平方米單位的平均置業成本與相應租賃成本的比率計算。
資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及金管局職員估計數字。

前景方面，香港物業市場的失衡狀況可能仍持續一段時間，樓價或會繼續從低息環境及相對緊絀的住宅供需情況中得到支持。然而，物業市場仍面臨一定的下行風險。將會出現的加息潮將抑制物業價格升勢，甚至帶來一定的下行壓力。屆時還款和供款負擔將會上升（例如假設按揭利率上升300個基點，估計20年期供樓負擔會增加30.5%），而物業投資及置業的吸引力會因為利率相對於租金回報上升而減低。此外，亦須注意美國聯儲局的利率正常化過程可能會大幅增加金融市場的波動並影響市場情緒。假如資金流向出現明顯逆轉，將可能加劇住宅物業價格的下行調整，並會對宏觀經濟產生重大不利影響。再往前看，住宅市場供需有望逐漸回復到較平衡的狀況，2014年新落成住宅將達到17,600個單位，而預期未來三至四年的總供應量約為73,000個單位（圖4.29）。

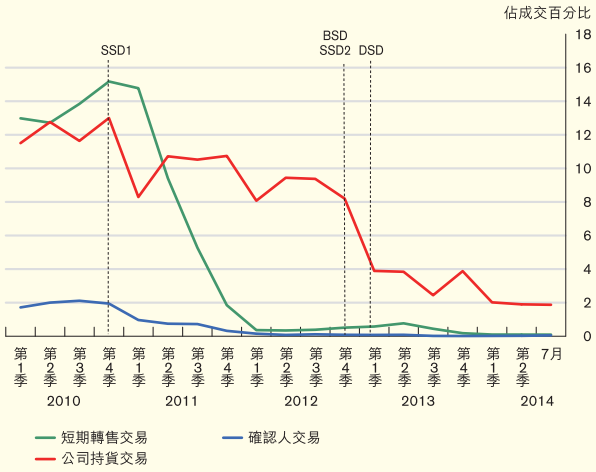
圖 4.29
私人住宅落成量



註：差餉物業估價署預期2014年及2015年新落成住宅數目將分別為17,614個單位及12,660個單位。以上對2016-18年的預測是根據運輸及房屋局對未來三至四年私人住宅供應量的預測（73,000個單位）減去差餉物業估價署對2015年的預測得出。
資料來源：運輸及房屋局及差餉物業估價署。

自2009年以來，金管局推出了六輪逆週期宏觀審慎監管措施，以防止銀行信貸助推物業價格泡沫，並確保銀行及其客戶的資產負債表有充足的緩衝以應對物業價格波動。這些措施促使新造按揭成數由實施前的平均水平64%下降至最近的約56%，而供款與收入比率則由超過40%的平均水平降至35%。住宅按揭貸款的增長率亦由2010年的14.1%降至2011年及2012年的約7至8%，再降至2013年的3.9%。同時，政府推出的需求管理措施減少投機及投資活動（圖4.30），並有助於遏抑物業價格的升勢。專題5將進一步探討這些降溫措施對近年香港物業市場的影響。

圖 4.30
確認人交易、短期轉售交易及公司買家

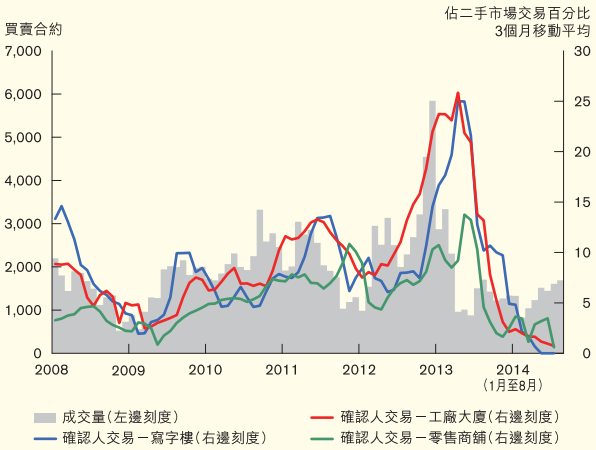


註：SSD1指2010年11月推出的第一輪額外印花稅措施，SSD2指2012年10月推出的增強措施。BSD和DSD分別指買家印花稅措施和雙倍從價印花稅率。
資料來源：中原地產代理有限公司。

工商物業市場

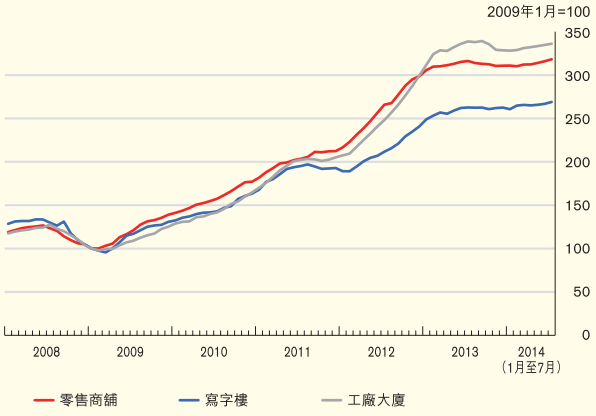
工商物業市場方面，雖然普遍情緒在加息憂慮和政府推出的需求管理措施影響下仍然偏弱，但最近數月市場上亦出現更多回暖跡象。物業成交量已從年初的低位回升，買賣合約登記宗數在1至8月達到平均每月1,336宗(圖4.31)。作為投機活動的指標，確認人交易仍持續在低位徘徊。工商物業的價格在去年有所整固後，於今年1至7月小幅上升2.3至2.5%(圖4.32)，同時租金亦上升約2.3至6.2%，租金收益率保持於2.4至2.9%的低位。

圖 4.31
非住宅物業的成交量



資料來源：土地註冊處及中原地產代理有限公司。

圖 4.32
非住宅物業的價格指數



資料來源：差餉物業估價署。

儘管最近數月市場情緒有所改善，但中短期而言工商物業市場依然面臨若干不利因素。值得留意的是，物業估值依然偏高，而由於本地經濟(尤其是零售業)增長或會放緩，未來租金收入可能偏軟。以上因素加上加息預期，或會壓低工商物業的資本價值，並對工商物業的價格造成下行壓力。就銀行及金融穩定而言，銀行須維持審慎的信貸批核準則，小心控制物業相關貸款的比重，並確保擁有充足的緩衝應對樓市週期的發展。

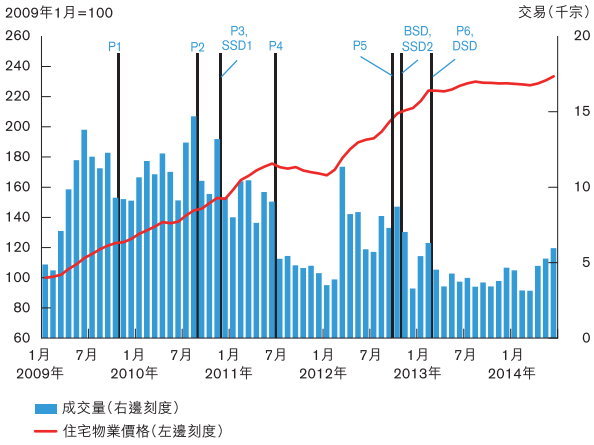
專題5
逆週期審慎及需求管理措施對香港住宅物業市場的影響

逆週期措施會如何影響住宅物業市場？

自2009年10月以來，金管局就銀行物業按揭業務推出了六輪逆週期審慎措施（最新一輪在2013年2月推出），以防範銀行信貸助推物業市場失衡，並確保銀行及其客戶的資產負債表有充足的緩衝以應對樓價波動（圖B5.1）。相關政策工具包括對物業按揭的按揭成數及供款與收入比率設限，以及強制要求對借款人進行利率上升情境下的還款能力壓力測試。理論上，銀行會因為審慎措施而將放貸的額度減少，而措施對家庭財富及收入要求的額外限制（如達到制約作用）亦有助降低住宅物業需求及物業信貸，樓價也或會因而受到影響。[40及41]

此外，政府在2010年11月起推出了三輪需求管理措施，透過徵收額外的印花稅項及提高稅率（即額外印花稅、買家印花稅及雙倍從價印花稅），以抑制投機活動及非本地買家的需求。住宅物業需求下降，樓價將可能受到影響，其間接傳導也會影響住宅物業的信貸需求。圖B5.2顯示審慎及需求管理措施可能會怎樣傳導至住宅物業市場。

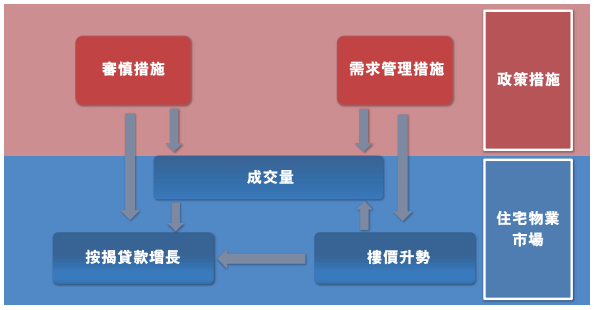
圖 B5.1
樓價、物業成交量及逆週期措施的實施時間



註：
1. P1指於2009年10月推出的第一輪審慎措施，P2指第二輪，以此類推。
2. SSD1指2010年11月推出的第一輪額外印花稅措施，SSD2指2012年10月推出的增強措施。
3. BSD及DSD分別指買家印花稅措施和雙倍從價印花稅率。

資料來源：差餉物業估價署及土地註冊處。

圖 B5.2
逆週期措施及住宅物業市場的傳導途徑



資料來源：金管局職員估計。

40 例如，Kuttner及Shim (2013)使用一個兩時期的消費模型來分析按揭成數及供款與收入比率對住宅物業需求及住宅物業信貸的影響。請參閱Kuttner, K. 及I. Shim (2013)，「Can Non-Interest Rate Policies Stabilise Housing Markets? Evidence from a Panel of 57 Economies」，《國際結算銀行工作論文》第433號。

41 Wong等人(2014)提供實證證據，顯示按揭成數政策可抑制香港的家庭槓桿比率水平，並指出按揭成數政策對信貸供求的影響。詳情請參閱本報告2013年3月版的專題5以及Wong, E.等人(2014)，「How Does Loan-To-Value Policy Strengthen Banks' Resilience to Property Price Shocks – Evidence from Hong Kong」，《香港金融研究中心的工作論文》編號03/2014。

模型設定

為評估逆週期審慎及需求管理措施會如何影響住宅物業市場活動，我們構建了一個向量自迴歸(VAR)模型。向量自迴歸模型的優勢在於既能捕捉變數動態，同時亦能檢示在其他經濟及金融因素所產生的影響受控制下的情境。該模型具體如下：

$$X_t = A + B_1X_{t-1} + B_2P_{t-1} + B_3Z_{t-1} + \epsilon_t ,$$

X為住宅物業市場內生變數向量(樓價按月變動、成交量水平、未償還住宅按揭貸款按月變動)；P為政策變數向量；Z代表其他主要經濟及金融因素，其中包括恒生指數(恒指)、恒指波幅指數、失業率以及平均按揭利率。[42] 分析所用樣本涵蓋的時期為2009年1月至2014年6月。

模型有兩個政策變數，分別代表審慎措施及需求管理措施。該兩個變數為階躍函數，在無實施任何措施時等於0，每新增一個收緊「事項」(代表影響一般市場或豪宅市場的特定政策)則增加1。[43] 詳細設定載於表B5.A。政策變數的估計系數可量度收緊「事項」的邊際影響。在這種設定下，某輪收緊政策可以有多於一個新增「事項」，由此，考慮到政策措施多樣性，我們將「事項」數目視為代理指標，以量度每輪政策的收緊力度。對比把所有明細的政策措施及每輪收緊措施均作為獨立的虛擬變數，這個處理方法亦有助解決過度配適及多重共線性問題。

表B5.A
用於設定政策變數的各輪審慎措施及需求管理措施「事項」

審慎措施

	按揭成數	供款與收入比率	外地收入來源	非自住業主	多重按揭	以資產淨值為依據的按揭貸款	新增「事項」數目
2009年10月	L						1
2010年8月	L	M, L		M, L			5
2010年11月	M, L			M, L			4
2011年6月	M, L		M, L			M, L	6
2012年9月					M, L		2
2013年2月		M, L					2

需求管理措施

	額外印花稅	買家印花稅	雙倍從價印花稅	新增「事項」數目
2010年11月	M, L			2
2012年10月	M, L	M, L		4
2013年2月			M, L	2

註：

1. M及L分別指一般市場及豪宅市場。
2. 2012年9月推出的審慎措施引入貸款年期上限。我們並沒有將該上限視為一項特定的收緊措施，因為設定該上限的目的主要是為了加強供款與收入比率上限及壓力測試的成效。此外，我們也沒有考慮針對採用內評法的銀行而提高其風險加權比率下限的措施(於2013年3月推出)，因為其政策影響主要透過按揭利率傳導，但按揭利率屬模型中的一項外生變數。Kuttner及Shim (2013)解釋，按揭貸款的風險加權比率上升會令銀行在銀行股本不變的情況下發放按揭貸款的成本升高。

資料來源：金管局職員估計。

實證研究結果

估算結果顯示，在控制其他經濟及金融因素的影響後，審慎措施有助抑制按揭貸款增長及物業成交量，但似乎對樓價並無*直接*影響，這是由於估計系數在統計層面並不顯著。結果亦顯示，需求管理措施抑制了物業成交量及樓價上升，不過對按揭貸款增長的*直接*影響在統計層面並不顯著，後者一定程度上反映受到需求管理措施(尤其是買家印花稅及雙倍從價印花稅)限制的買家或許不太倚賴來自香港的信貸作為置業資金。不過，需求管理措施對貸款增長仍有*間接*影響，這是經過需求管理措施對樓價及物業成交量的影響傳導。樓價上升支持按揭貸款增長這一估算結果，與金融加速器理論所述的抵押品效應一致。[44]

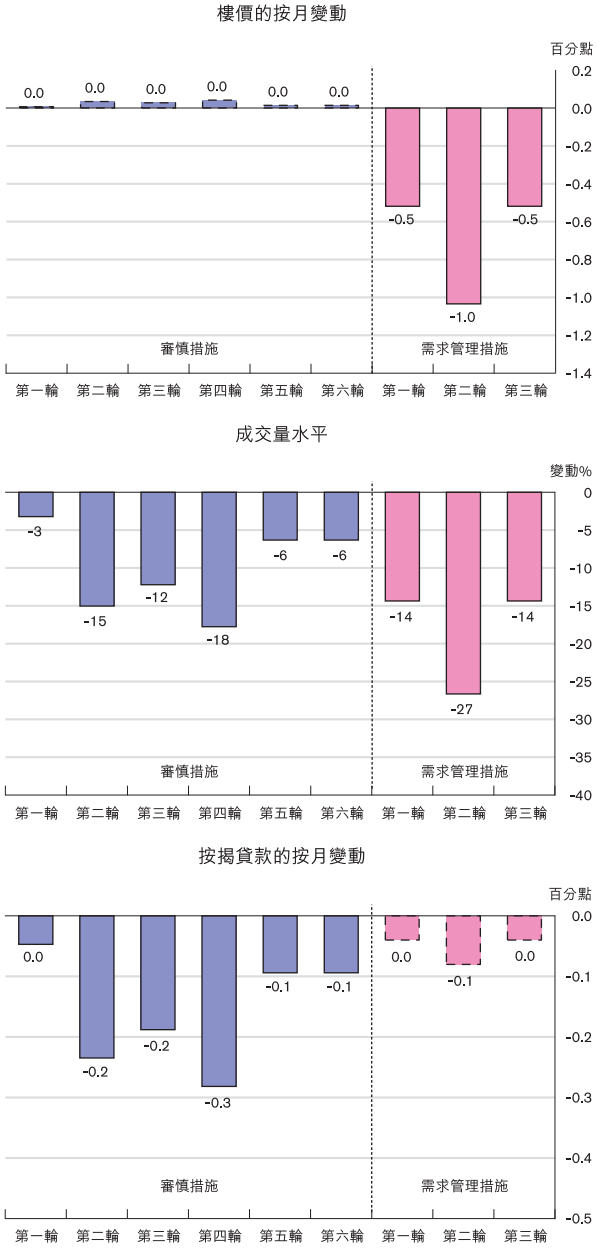
42 類似研究包括Krznar, I.及J. Morsink (2014)，「With Great Power Comes Great Responsibility: Macroprudential Tools at Work in Canada」，《IMF Working Paper》第14/83號，文中將物業價格及按揭貸款以兩條方程式進行迴歸分析。

43 Krznar及Morsink (2014)以及Kuttner及Shim (2013)提出並採用階躍函數以模擬審慎措施的強度。

44 見伯南克(Bernanke, B.) (2007)，「The Financial Accelerator and the Credit Channel」，亞特蘭大聯邦儲備銀行(Federal Reserve Bank of Atlanta) Credit Channel of Monetary Policy in the Twenty-first Century Conference上的講話。

按政策變數的估計系數，再根據向量自迴歸模型中的樓價、成交量及按揭貸款之間的傳導作用，可估計每輪審慎措施及需求管理措施的總體影響。在圖B5.3中，柱狀圖顯示這些措施對樓價和未償還按揭貸款的按月變動，以及對成交量水平的總體影響。與其他各輪的審慎措施相比，第二、第三及第四輪審慎措施在限制按揭貸款增長方面較具成效，這三輪措施實行嚴格的按揭成數要求以及供款與收入比率上限及壓力測試，將按揭貸款的平均每月增幅抵消了0.2個百分點，其他各輪則為0.1個百分點；在對成交量產生的抑制影響方面，這三輪審慎措施的平均抑制幅度為15%，強於其他各輪的5%。審慎措施對樓價的影響在統計層面並不顯著，相比之下，政府的需求管理措施在遏制樓價升幅及降低物業交易量方面更為有效。特別是最近兩輪的需求管理措施（主要是買家印花稅及雙倍從價印花稅），分別令樓價的升幅平均每月減緩1個百分點及0.5個百分點，並分別令成交量減少27%及14%。這些結果與近期的國際經驗大致相符。[45] 但應指出，上述結果僅為粗略估算，對使用「事項」作為代理指標以計量政策收緊強度的設定可能較為敏感，另外，研究結果亦受制於較短的樣本涵蓋時間，故應被視為量化政策措施影響的初步嘗試。

圖 B5.3
逆週期措施的估計影響



註：以虛線框標示的柱狀圖，表示在統計層面並不顯著。
資料來源：金管局職員估計數字。

結論

研究結果顯示審慎措施有助減緩香港按揭貸款的增長，但並無明顯證據顯示這些措施有系統地及可預測地對樓價產生影響。另外，在短期而言，需求管理措施看來可以有效降低住宅物業需求及抑制樓價升勢。

45 例子可參閱Kuttner及Shim (2013)。

5. 銀行業的表現

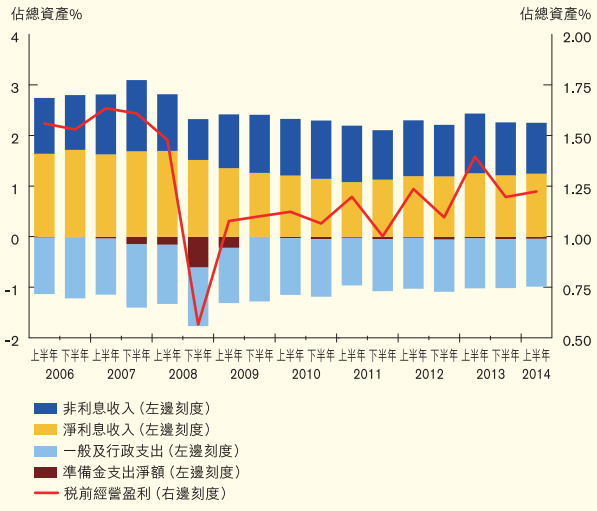
零售銀行維持穩健的盈利增長、優良的資產質素及雄厚的資本水平。香港銀行流動資金充裕，預期香港銀行在遵從於明年開始分階段實施的《巴塞爾協定三》流動性標準方面將不會遇到重大困難。鑑於企業槓桿比率上升及個人債務負擔與負債增加的相關風險，銀行應保持警惕。中國內地相關貸款繼續增加及中國內地經濟增速放緩，可能對銀行的信貸風險管理構成重大挑戰。

5.1 盈利及資本額

盈利

儘管本地需求減弱及外圍環境存在不明朗因素，但零售銀行[46]仍繼續錄得盈利增長，2014年上半年的稅前經營溢利較2013年下半年增長7.3%，而資產回報率[47]由過去六個月的1.2%微升至1.22%（圖5.1）。盈利增長主要因淨利息收入增長7.6%所致。

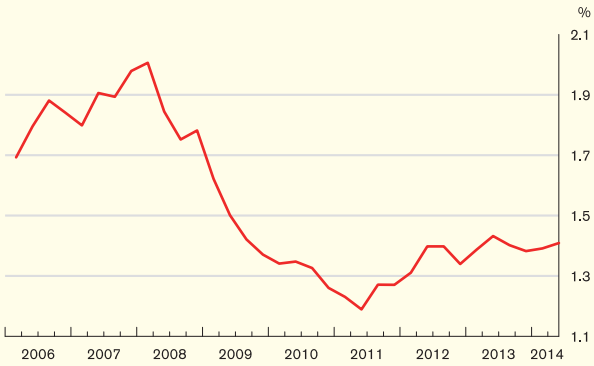
圖 5.1
零售銀行盈利



註：按半年年率計數字。
資料來源：金管局。

零售銀行淨息差於2014年上半年大致保持平穩，2014年上半年平均為1.4%，而2013年下半年為1.39%（圖5.2）。就持牌銀行整體而言，由於存款資金及非存款市場資金成本上升（圖5.3），其整體利息成本於2014年上半年提高5個基點。[48]此外，反映零售銀行港元資金平均成本的綜合利率，於2014年6月底上升8個基點至0.47%（圖5.4）。

圖 5.2
零售銀行淨息差



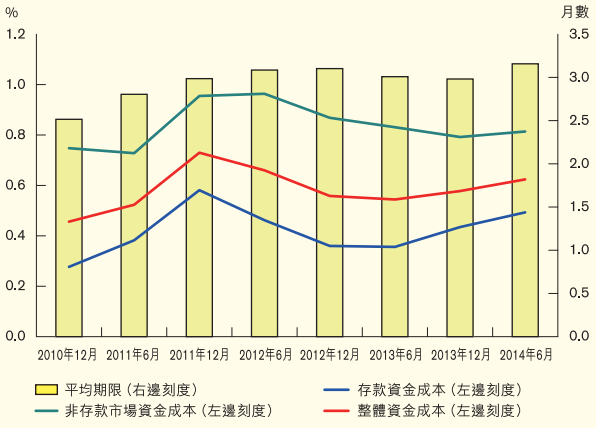
註：按季年率計數字。
資料來源：金管局。

46 除非另有說明，否則本章所載的銀行業數字僅反映香港辦事處的狀況。

47 本章所載的資產回報率均按照銀行的整體除稅前經營溢利計算。

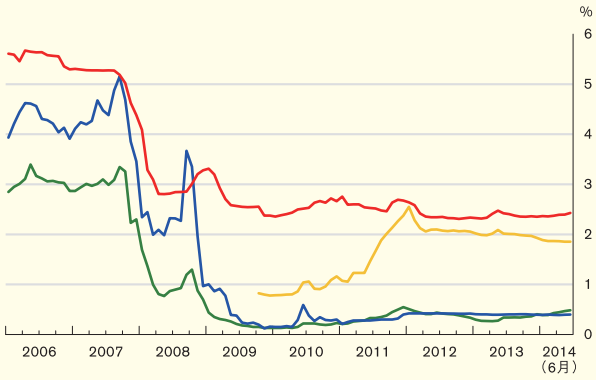
48 非存款市場資金成本按銀行的非存款計息負債的利息成本計算。

圖 5.3
持牌銀行的港元及美元資金成本和期限



資料來源：金管局。

圖 5.4
利率



註：
(a) 期末數字。
(b) 獲批貸款的期內平均數字。所有按揭利率僅為估計數字。

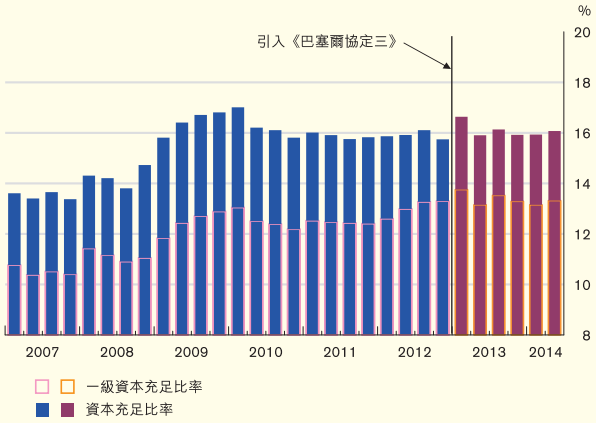
資料來源：金管局及職員估計數字。

於2014年上半年，以香港銀行同業拆息為基準的按揭利率下跌7個基點，而以最優惠貸款利率為基準的按揭利率則提高7個基點。部分由於兩項按揭利率的差距擴闊，以香港銀行同業拆息為基準的按揭佔新批按揭貸款的比例，由2013年12月底的30.5%大幅上升至2014年6月底的76.7%。

資本額

銀行業的資本額仍然遠高於國際最低要求。本地註冊認可機構的綜合資本充足比率於2014年6月底為16.1%，較2013年年底的15.9%輕微上升（圖5.5），而一級資本充足比率（即一級資本佔風險加權總資產的比率）則維持在13.3%。

圖 5.5
本地註冊認可機構資本額



註：
1. 綜合狀況。
2. 自2013年1月1日起，本地註冊認可機構須遵行經修訂的資本充足框架《巴塞爾協定三》。因此，自2013年3月起的資本充足比率不能與截至2012年12月的數據直接比較。

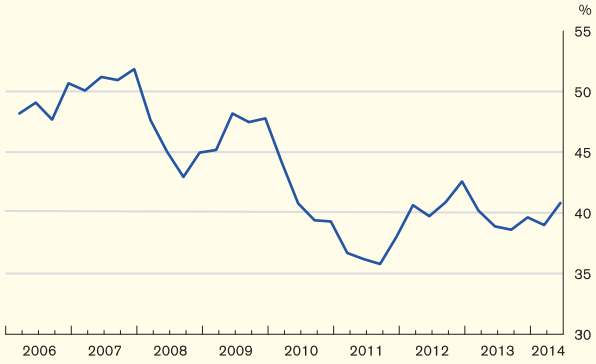
資料來源：金管局。

5.2 流動資金、利率及信貸風險

流動資金與資金來源

銀行業的流動資產狀況維持良好，零售銀行的平均流動資產比率[49]由2013年第4季的39.6%微升至2014年第2季的40.8%（圖5.6），仍遠高於25%的最低監管要求。

圖 5.6
零售銀行流動資產比率



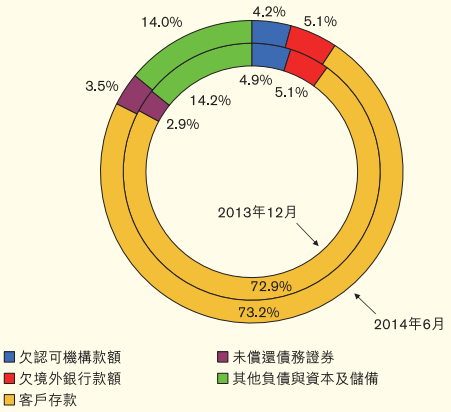
註：按季平均數字。

資料來源：金管局。

[49] 流動資產比率是指流動資產（如：有價債務證券及1個月內償還的貸款，而這些資產必須按照流動資產換算因數調整）與限定債務（基本上是指1個月內到期的所有負債）的比率。

客戶存款仍是零售銀行的主要資金來源，反映零售銀行的資金結構保持穩定。於2014年6月底，客戶存款佔銀行總負債的比例為73.2%，略高於2013年年底的72.9%（圖5.7）。

圖 5.7
零售銀行負債結構

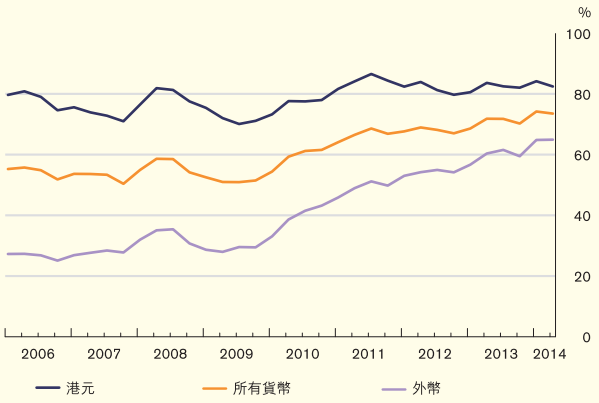


註：
1. 由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
2. 數字指佔總負債（包括資本及儲備）的百分比。
3. 債務證券包括可轉讓存款證及所有其他可轉讓債務工具。

資料來源：金管局。

所有認可機構的港元貸存比率於2014年6月底保持穩定在82.5%，而2013年年底則為82.1%（圖5.8）。相比之下，外幣貸存比率於同期由59.5%顯著上升5.5個百分點至65%，部分反映外幣貸款增幅較大，超逾外幣存款的溫和增幅。因此，以所有貨幣計算的貸存比率由2013年年底的70.3%上升至6月底的73.6%。

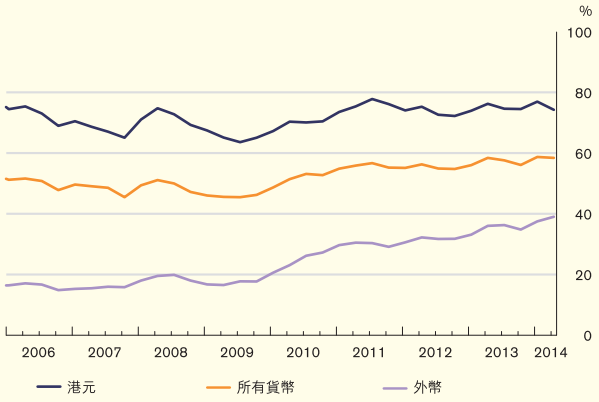
圖 5.8
所有認可機構的貸存比率



資料來源：金管局。

同樣，零售銀行的港元貸存比率於2014年6月底穩定在74.3%，而外幣貸存比率則由34.8%顯著上升至39.1%。零售銀行以所有貨幣計算的貸存比率由56.1%上升至58.5%（圖5.9）。

圖 5.9
零售銀行的貸存比率



資料來源：金管局。

由於外幣貸存比率上升及預計美國貨幣政策將趨正常化，為防範銀行融資風險進一步積累，並確保其有足夠能力來應對一旦在香港發生顯著的資金外流時所產生的潛在風險，金管局推出穩定資金要求，並於2014年1月生效。

金管局就香港採納《巴塞爾協定三》流動性標準提出了一套兩級制方案。[50] 其中，流動性覆蓋比率[51]已定於2015年1月1日起分階段實施，最低比例要求初

50 根據兩級制，金管局將規模較大且較成熟的認可機構歸為「第一類」機構，它們須符合《巴塞爾協定三》的流動性標準；而將其他認可機構歸為「第二類」機構，它們須符合現有的25%最低流動資產比率的經修訂標準，稱為「流動性維持比率」。有關詳情請參閱2013年7月12日的金管局諮詢文件「就實施《巴塞爾協定三》流動性標準進行諮詢（英文版本）」，及2014年5月16日的金管局諮詢文件「就「流動性維持比率」及流動性監察工具的申報表進行諮詢（英文版本）」，兩者均可在金管局網站查閱。

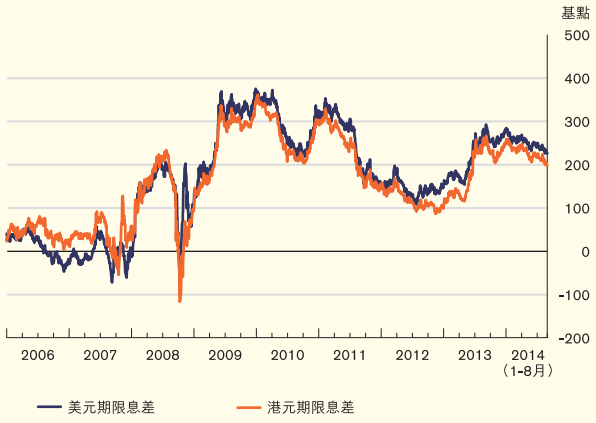
51 流動性覆蓋比率是《巴塞爾協定三》引入的一項新的最低流動性標準，以確保銀行擁有足夠的高質素流動資產，能夠抵禦持續30個公曆日的嚴峻流動性壓力情景。

步定為60%，隨後每年提高10個百分點，至2019年1月1日達到100%。[52] 根據金管局定期收集的數據進行的評估顯示，整體而言，預期香港認可機構普遍在過渡期內遵從新的流動性標準方面將不會有重大困難，但部分機構可能需要調整自身的流動資金狀況或流動資產的構成。

利率風險

於2014年上半年，美元及港元長短期利率之間的息差在200個基點的位置以上浮動（圖5.10），表明銀行透過借入短期資金購入長期的計息資產，從而賺取收益的誘因仍然非常強烈。這種情況或會導致期限錯配加劇及利率風險上升。銀行應保持警惕及審慎管理資金來源與貸款之間的期限錯配問題。

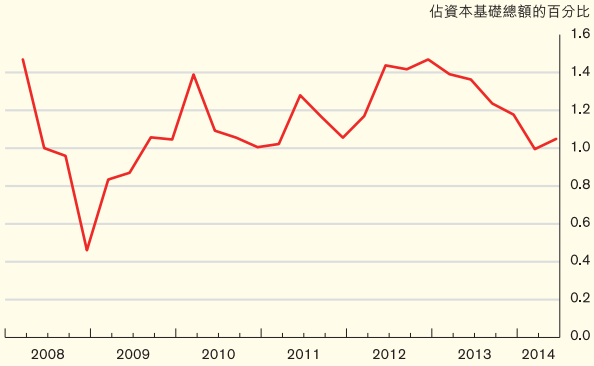
圖 5.10
港元及美元的期限息差



註：期限息差定義為兩種貨幣各自的10年掉期利率減3個月貨幣市場利率。
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

然而，零售銀行的利率風險仍然可控。我們估計，假設在利率普遍上升200個基點的衝擊下，零售銀行的利率持倉經濟價值可能下跌的幅度，相當於其於2014年6月資本基礎總額的1.05%（圖5.11）。

圖 5.11
利率衝擊對零售銀行的影響



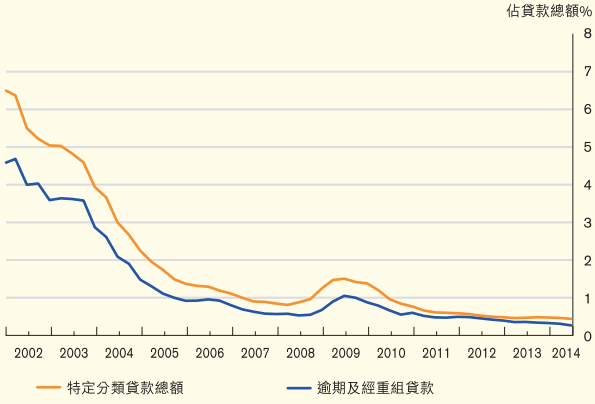
註：
1. 利率衝擊指200基點平行式的標準利率衝擊對機構利率風險承擔的衝擊。
2. 利率衝擊的影響是指對銀行帳冊及自營買賣帳冊[53]經濟價值的影響，按佔銀行資本基礎總額的百分比列示。

資料來源：金管局職員估計數字。

信貸風險

零售銀行貸款組合的資產質素保持健康，特定分類貸款的比率由2013年年底的0.48%微降至2014年6月底的0.44%。逾期及經重組貸款的比率於期內由0.33%進一步跌至0.27%（圖5.12）。

圖 5.12
零售銀行的資產質素



註：
1. 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。
2. 數字反映零售銀行香港辦事處及海外分行的狀況。

資料來源：金管局。

於2014年上半年，銀行業的貸款增長有所加快。認可機構的本地貸款[54]繼2013年下半年增長3.1%之後，於2014年上半年顯著增長11.3%。信貸快速擴張主要來自貿易融資及公司貸款。

52 第二類機構的流動性維持比率亦將於2015年1月1日生效。

53 須遵守市場風險資本充足比率制度的本地註冊認可機構，只須填報銀行帳冊的持倉；其他獲豁免遵守市場風險資本充足比率制度的本地註冊認可機構，以及海外註冊認可機構，則須填報銀行帳冊及自營買賣帳冊的總持倉。

54 定義為在香港使用的貸款加上貿易融資貸款。

金管局2014年6月的信貸狀況展望意見調查結果顯示，認為貸款需求將在未來三個月內保持不變的受訪認可機構比例顯著上升至86%，而認為貸款需求增加的受訪認可機構比例則有所下降（表5.A）。

表5.A
預計未來3個月貸款需求

佔受訪者總數%	2013年9月	2013年12月	2014年3月	2014年6月
顯著增加	0	0	0	0
略為增加	19	24	24	10
保持平穩	71	71	71	86
略為下降	10	5	5	5
顯著下降	0	0	0	0
總計	100	100	100	100

註：由於四捨五入，有關數字相加後未必等於100%。
資料來源：金管局。

個人貸款

個人貸款[55]錄得相對較快的增長速度，由2013年下半年的3.3%升至2014年上半年的4.6%（表5.B）。部分由於住宅物業市場轉趨暢旺及物業成交量自2014年3月以來有所增加，按揭貸款由2013年下半年錄得0.8%的輕微增長之後，於2014年上半年繼續增長3.1%。

其他私人用途貸款（即私人貸款）在2014年上半年增長13.9%，而2013年下半年的增長為10.5%。私人貸款是近期家庭負債上升的主要推動因素之一。有鑑於此，金管局已於2014年1月加強關於審慎監管個人貸款業務的要求。[56]部分由於審慎監管要求的影響，私人貸款增速於第2季呈現放緩跡象。[57]

[55] 個人貸款(Loans to households)亦可譯作「住戶」貸款。個人貸款泛指所有提供予專業人士及其他個人作私人用途的貸款，但不包括撥作商業用途的貸款。按揭貸款是最主要的個人貸款類別，其餘大部份為無抵押的信用卡及其他私人用途貸款。於2014年6月底，個人貸款佔本地貸款的比例為27.5%。

[56] 認可機構須審查及評估各自的政策及風險管理體系，並立即採取措施於2014年3月底前使其符合審慎監管的要求。詳情請參閱金管局於2014年1月14日發出的通告「私人用途貸款業務的風險管理」。

[57] 這些貸款的按季增長率由2014年第1季的10.1%放緩至第2季的3.5%。

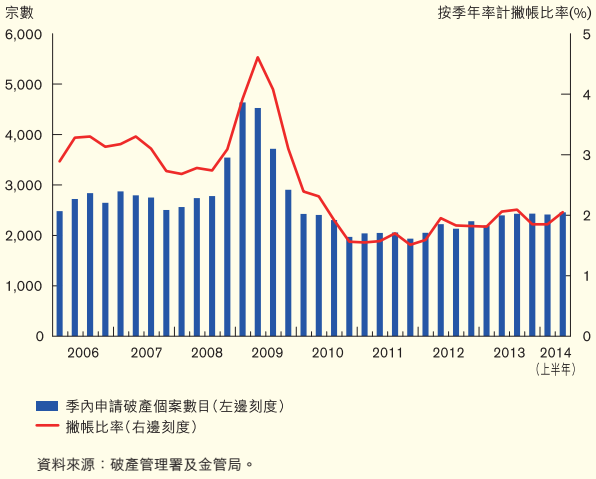
表5.B
所有認可機構提供的個人貸款的半年增長

	2011年		2012年		2013年		2014年
(%)	上半年	下半年	上半年	下半年	上半年	下半年	上半年
按揭貸款	5.5	1.2	2.5	5.0	3.1	0.8	3.1
信用卡	-1.4	15.9	-1.6	15.3	-4.0	10.2	-4.1
其他私人用途貸款	9.4	3.8	5.0	9.3	10.6	10.5	13.9
個人貸款總額	5.6	2.7	2.6	6.5	3.8	3.3	4.6

資料來源：金管局。

無擔保個人貸款的信貸風險在2014年上半年仍然處於低位，以年率計的信用卡撇帳率和破產申請個案數目維持在較低水平（圖5.13）。

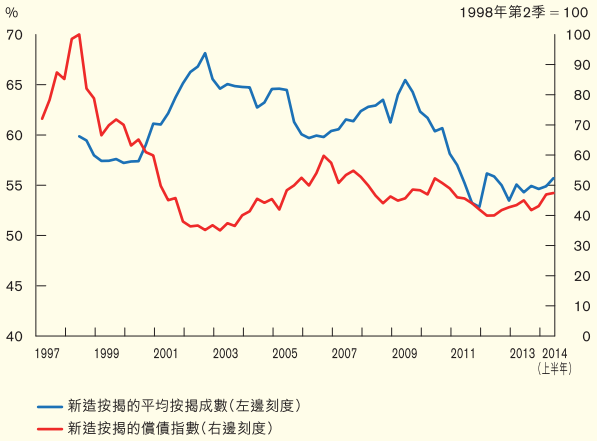
圖5.13
信用卡貸款的撇帳比率及申請破產個案



資料來源：破產管理署及金管局。

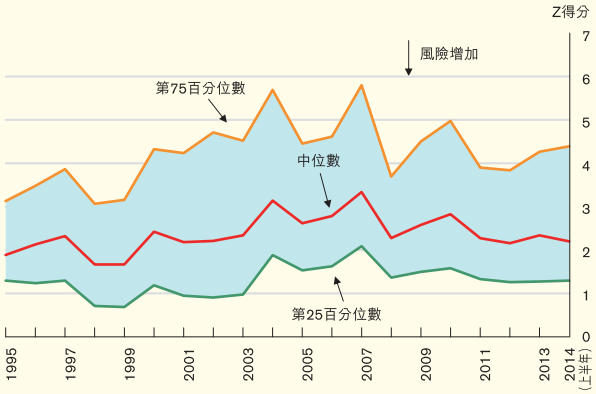
銀行的按揭貸款組合保持穩健，拖欠比率維持在0.02%。不過，值得注意的是，新造按揭的償債指數由2013年12月的43上升至2014年6月的47（圖5.14），主要反映按揭貸款的平均數額增加。儘管個人的還款能力略有下降，但新造按揭貸款的按揭成數仍維持在55%左右的低位，較2009年10月推出第一輪逆週期措施之前的64%為低，表明在實施第六輪收緊按揭成數上限的措施後，銀行抵禦物業價格衝擊的能力已加強。

圖 5.14
新造按揭的平均按揭成數及個人債務負擔



註：指數以最優惠貸款利率為基準的按揭的平均利率計算。
資料來源：金管局及職員估計數字。

圖 5.15
Altman的Z得分：
香港非金融類上市公司破產風險指標



註：Z得分越低表示公司違約的可能性越高。
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

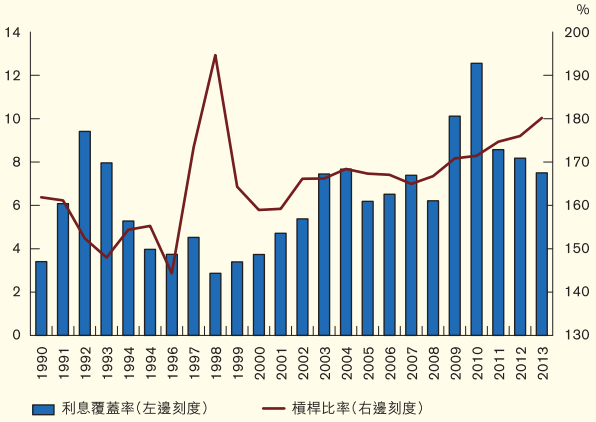
展望未來，由於按揭貸款自3月以來顯著增加，對已處於相對高水平的個人債務負擔將進一步加重。一旦全球貨幣環境正常化，利率或會大幅上升，並對個人的償債能力造成顯著影響。銀行業應警惕利率上升對個人貸款造成的影響。

公司貸款[58]

本地的公司貸款於2013年下半年增長3%後，並於2014年上半年錄得14.2%的顯著增長。至2014年6月底，公司貸款佔本地貸款的72.3%。

雖然Altman的Z得分(圖5.15)及公司強制清盤令的數目大致保持穩定，但有跡象顯示，銀行的公司貸款信貸風險可能正在上升。特別是公司的債務槓桿比率於近年不斷上升，其比率於2013年底達到1.8倍(圖5.16)。同時，公司的利息覆蓋率下降，表明本地公司的償債能力正在惡化。

圖 5.16
香港非金融類上市公司的槓桿比率及利息覆蓋率



註：
1. 槓桿比率的定義為總資產與股東資金之比率。數值越高表示槓桿越高。
2. 利息覆蓋率的定義為扣除利息及稅項前盈利對利息開支之比率。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

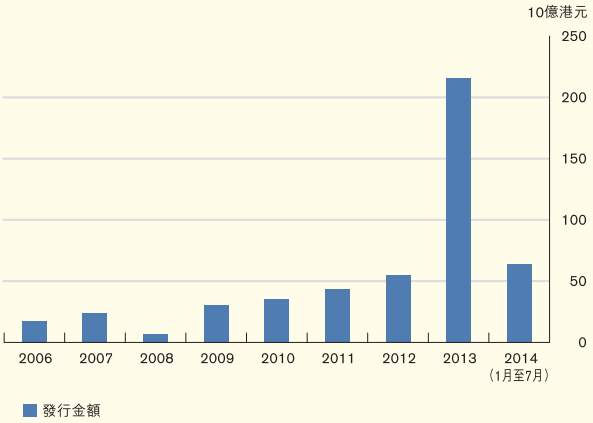
在主要先進經濟體系的利率處於歷史低位的情況下，如果公司僅因為具吸引力的借款利率而借入某種貨幣，而不理會自身的資金來源與收入之間的貨幣錯配可能造成的影響，則可能導致公司承擔過多的外匯風險。這種貨幣錯配可能會造成重大損失，而一旦匯率出現不利波動，其違約風險亦會隨之以上升。

然而，可用於評估公司的貨幣錯配風險的公開資訊甚少。儘管如此，該風險不應被忽略，因為來自銀團貸款市場的資料表明，香港銀行近年來積極參與為亞太

58 不包括銀行同業貸款。

地區的公司安排銀團貸款，這些貸款大都不是以其公司的本國貨幣計價，比如美元貸款（圖5.17）。雖然這種趨勢符合香港作為亞太地區金融中心的地位，但在這些公司貸款內有多少已進行外匯風險對沖或與公司的美元或港元收入相匹配，這些問題將對銀行業的信貸風險有顯著的影響。銀行應對貨幣錯配風險保持警惕。

圖 5.17
香港銀行參與亞太地區海外公司美元銀團貸款的情況



註：
1. 亞太地區公司包括亞太地區主要經濟體系的非金融業公司，並根據其風險國家進行界定。
2. 海外銀行亦有參與安排這些銀團貸款。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

中國內地相關貸款及非銀行類客戶風險承擔

於回顧期內，銀行業繼續拓展中國內地業務。內地相關貸款總額由2013年年底的25,880億港元（佔總資產的13.3%）增加14.2%至2014年第2季末的29,560億港元（佔總資產的14.4%）（表5.C）。

表 5.C
內地相關貸款

	2013年12月 10億港元	2014年3月 10億港元	2013年6月 10億港元
內地相關貸款（不包括貿易融資）	2,276	2,461	2,546
貿易融資	312	406	410
總計	**2,588**	**2,867**	**2,956**

資料來源：金管局。

59 這些措施包括：(1)定期對銀行的信貸審批流程進行專題及現場審查；(2)引入穩定資金要求，以確保貸款增長較快的銀行擁有充足的長期資金支持；及(3)定期監管壓力測試，以評估銀行抵禦信貸衝擊的能力。

鑑於內地經濟持續發展，內地相關貸款增加實屬正常發展，但了解這些貸款的風險狀況至關重要。與住房按揭貸款等標準化信貸產品不同，內地相關貸款的特點是個別貸款人及借款人的差異程度非常大（表5.D及5.E）。借款人包括內地的非民營企業和內地民營企業以及非內地企業。借款人之間的風險狀況存在顯著的差異，可能會為銀行的內地相關貸款信貸風險管理帶來重大挑戰。

表 5.D
內地相關貸款（按認可機構的類別劃分）

	2013年12月 10億港元	2014年3月 10億港元	2014年6月 10億港元
境外註冊認可機構	1,116	1,244	1,263
本地註冊認可機構*	971	1,111	1,164
本地註冊認可機構設於中國內地的銀行附屬公司	501	512	530
總計	**2,588**	**2,867**	**2,956**

* 包括在本地註冊認可機構的內地分行入帳的貸款。
註：由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
資料來源：金管局。

表 5.E
內地相關貸款（按借款人的類別劃分）

	2013年12月 10億港元	2014年3月 10億港元	2014年6月 10億港元
中國內地非民營企業	1,280	1,453	1,480
中國內地民營企業	491	528	561
非中國內地企業	817	886	916
總計	**2,588**	**2,867**	**2,956**

註：由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
資料來源：金管局。

表 5.F
其他非銀行風險

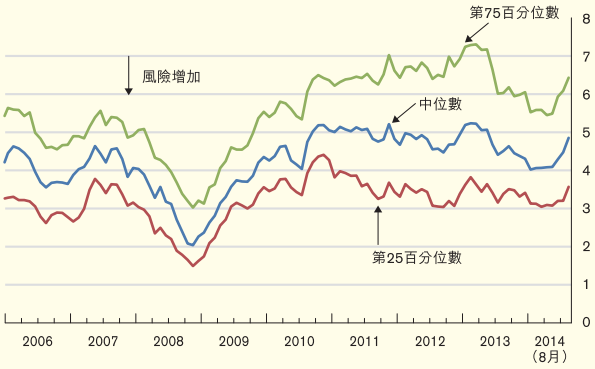
	2013年12月 10億港元	2014年3月 10億港元	2014年6月 10億港元
可轉讓債務工具及其他資產負債表內的風險承擔	573	530	584
資產負債表外的風險承擔	441	415	396
總計	**1,014**	**944**	**980**

註：由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
資料來源：金管局。

為幫助銀行管理與內地相關貸款有關的風險，金管局已持續加強監管力度[59]，並著重提升銀行風險管理體系的穩健程度，包括銀行的信貸風險及流動性風險管理。銀行亦須匯報關於其內地業務的更詳盡資料。

中資企業的整體違約距離指數[60]自2013年第1季至2014第1季持續下降(圖5.18)，在一定程度上反映內地經濟增長放緩。其後該指數開始改善，部分原因可能是內地當局最近推出放鬆流動資金的舉措，令內地貨幣供應增長加速。[61]然而，由於這些措施對企業的長期影響仍不明朗，銀行應繼續審慎管理其內地市場的信貸風險。

圖 5.18
中資企業的違約距離指數



註：違約距離指數乃根據上海證交所A股180指數非金融類成份股公司(即不包括投資公司及從事銀行、保險與金融行業的公司)計算得出。

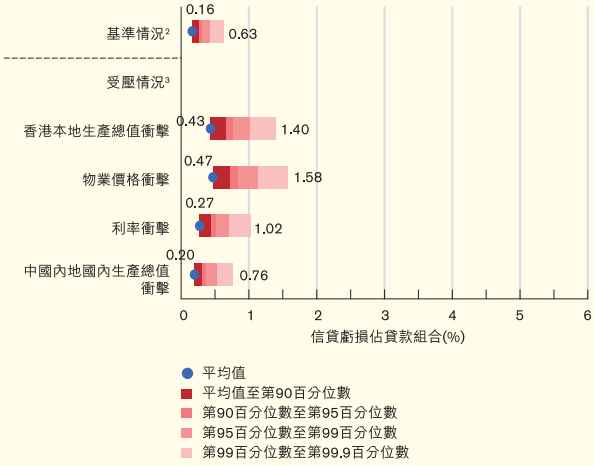
資料來源：金管局職員估計數字。

信貸風險宏觀壓力測試[62]

最新的零售銀行信貸風險宏觀壓力測試結果顯示，香港銀行業仍保持穩健，應能承受嚴重的宏觀經濟衝擊，例如類似亞洲金融危機期間出現的衝擊。圖5.19使用截至2014年第2季的資料，展示在四種特定的宏觀經濟衝擊[63]下，零售銀行於2016年第2季的模擬信貸虧損比率。根據估算，在各種假定的宏觀經濟衝擊後兩年內，零售銀行整體貸款組合的預期信貸虧損將處於溫和水平，介乎0.2%(中國內地國內生產總值衝擊)至0.47%(物業價格衝擊)之間。

考慮到尾端風險，銀行在受壓情況下的最高信貸虧損比率(置信水平為99.9%)介乎0.76%(中國內地國內生產總值衝擊)至1.58%(物業價格衝擊)之間，虧損幅度雖然較大，但仍低於亞洲金融危機後錄得的4.39%貸款損失。

圖 5.19
模擬信貸虧損分佈的平均值及估計虧損風險值
信貸虧損[1]



註：

1. 有關評估將2014年第2季的經濟狀況假定為當前環境。運用蒙地卡羅(Monte Carlo)模擬法得出各種情況下的信貸虧損分佈。
2. 基準情況：兩年期間並無出現衝擊。
3. 受壓情況：
   香港本地生產總值衝擊：香港的實質本地生產總值於2014年第3季至2015年第2季連續4季各自分別減少2.3%、2.8%、1.6%及1.5%。
   物業價格衝擊：香港的實質物業價格由2014年第3季至2015年第2季連續4季各自分別減少4.4%、14.5%、10.8%及16.9%。
   利率衝擊：實質利率(香港銀行同業拆息)於第1個季度(即2014年第3季)上升300基點，於第2及3季保持不變，於第4個季度(即2015年第2季)則進一步上升300基點。
   中國內地國內生產總值衝擊：實質國內生產總值增長率於年內按年放緩至4%。

資料來源：金管局職員估計數字。

60 違約距離是根據市場計算的違約風險指標，基礎是來自R. Merton (1974)，「On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates」，《Journal of Finance》，第29期，第449至470頁所提出的架構，其中指出股價、股市波動及公司財務負債是決定違約風險的因素。實際上，該指標以公司的資產波幅來衡量公司的資產價值及違約臨界的差距。

61 詳情請參閱本報告第2.2節。

62 宏觀壓力測試指以一系列方法來評估某個金融體系承受「罕見但仍可能出現」的宏觀經濟衝擊的能力。本報告中呈列的信貸損失估計數字乃根據一個經修訂的模型公式計算得出，模型公式詳情載於黃學元等人(2006)，「A framework for stress testing banks' credit risk」，《Journal of Risk Model Validation》，第2期，第1號，第3至23頁。本報告中所有的估計數字均不能與往期報告中的估計數字作嚴格比較。

63 衝擊設定為與亞洲金融危機期間所見的衝擊相若，但中國內地國內生產總值衝擊除外。

若美國聯儲局終止非常規貨幣政策，可能會引致國際美元信貸供應的潛在干擾。專題6從理論及實證兩個角度研究此問題。主要研究結果支持以下觀點，即聯儲局結束非常規貨幣政策所造成的緊縮影響，將被其他央行的非常規貨幣政策的擴張效應部分抵銷。不過，淨影響主要取決於美國流動性正常化會否對金融市場，特別是外匯掉期市場帶來嚴重干擾。如果聯儲局結束非常規貨幣政策時恰好遇上全球投資者規避風險，則不能排除全球金融市場出現嚴重美元短缺的可能性。這表明，與國際美元信貸相關的流動性風險可能相當高，而這種狀況或會給政策制定者帶來重大挑戰。

表5.G載列銀行體系的主要表現指標。

表 5.G
銀行體系的主要表現指標[1] (%)

	06/2013	03/2014	06/2014
利率			
1個月香港銀行同業拆息[2](季度平均數)	0.21	0.21	0.21
3個月香港銀行同業拆息(季度平均數)	0.38	0.38	0.37
最優惠貸款利率[3]與1個月香港銀行同業拆息的差距(季度平均數)	4.79	4.79	4.79
最優惠貸款利率與3個月香港銀行同業拆息的差距(季度平均數)	4.62	4.62	4.62
綜合利率[4]	0.32	0.41	0.47
		零售銀行	
資產負債表狀況[5]			
存款總額	1.4	-0.4	5.3
港元	0.5	-0.1	7.9
外幣	2.5	-0.8	2.4
貸款總額	5.6	4.3	4.8
本地貸款[6]	5.2	4.3	4.9
在香港以外使用的貸款[7]	7.3	4.2	4.4
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	15.1	16.5	-3.3
持有的可轉讓債務工具(不包括可轉讓存款證)	-0.3	-5.8	5.3
資產質素[8]			
佔貸款總額百分比			
合格貸款	98.42	98.42	98.51
需要關注貸款	1.11	1.12	1.05
特定分類貸款[9](總額)	0.47	0.46	0.44
特定分類貸款(淨額)[10]	0.33	0.34	0.32
逾期3個月以上的貸款及經重組貸款	0.36	0.31	0.27
盈利			
呆壞帳準備金佔平均總資產的比率[11]	0.03	0.04	0.04
淨息差[11]	1.41	1.39	1.40
成本與收入比率[12]	40.9	40.8	42.9
流動資產比率(季度平均數)	38.9	39.0	40.8
		受訪機構	
資產質素			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.02	0.02	0.02
信用卡應收帳款			
拖欠比率	0.25	0.22	0.22
撇帳率 – 按季年率計	2.06	1.85	2.05
– 本年度截至該日止以年率計	1.88	1.85	1.90
		所有本地註冊認可機構	
資本充足比率(綜合)[13]	15.9	15.9	16.1

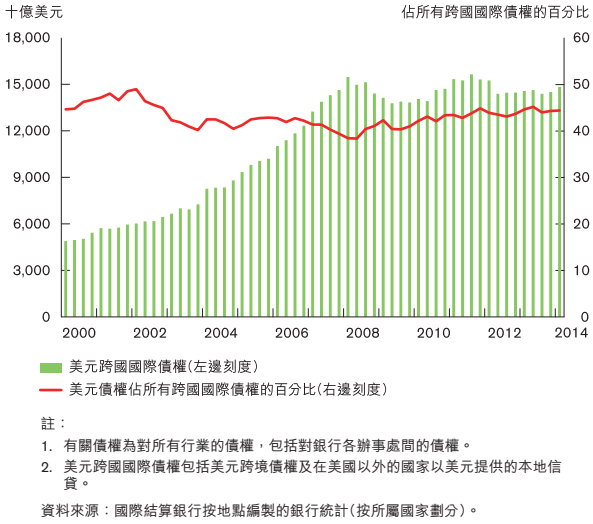
註：

1. 除非另有說明，否則所載數字僅反映香港辦事處的狀況。
2. 香港銀行同業拆息定價為香港銀行公會所公布的港元利息結算利率。
3. 參考香港上海滙豐銀行有限公司所報利率。
4. 綜合利率是指銀行帳冊上所有港元附息負債的加權平均利率，這些負債包括客戶存款、銀行同業存款、可轉讓存款證及其他債務工具，以及港元不計息活期存款。詳細資料請瀏覽金管局網站。
5. 季度變動百分比。
6. 在香港使用的貸款及貿易融資。
7. 包括「其他」(即沒有指定用途的貸款)。
8. 數字反映零售銀行香港辦事處及海外分行的狀況。
9. 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。
10. 已扣除特殊準備金／個別減值準備。
11. 本年度截至該日止按年率計數字。
12. 本年度截至該日止數字。
13. 由2013年1月1日起，本地註冊認可機構須遵行經修訂資本充足框架(《巴塞爾協定三》)。

專題6
非常規貨幣政策及國際美元信貸

美國聯儲局預期會終止非常規貨幣政策，加上美元流動資金狀況趨緊，可能會引致國際美元信貸供應受到干擾。由於約半數的跨國國際債權以美元結算，這種干擾可能會對全球金融穩定產生重要影響（圖B6.1）。

圖 B6.1
美元跨國國際債權



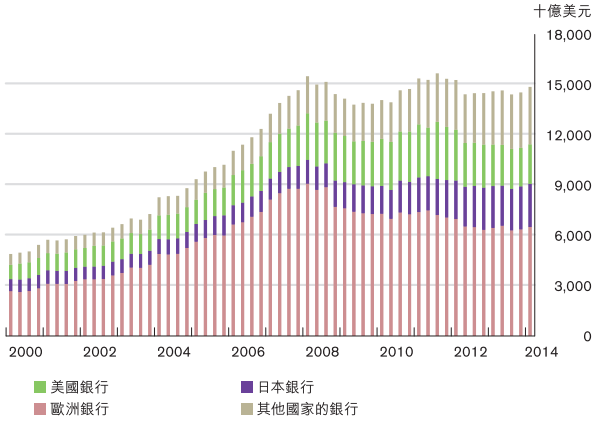
註：
1. 有關債權為對所有行業的債權，包括對銀行各辦事處間的債權。
2. 美元跨國國際債權包括美元跨境債權及在美國以外的國家以美元提供的本地信貸。

資料來源：國際結算銀行按地點編製的銀行統計（按所屬國家劃分）。

相反，另一種論點則認為，日本央行或歐洲央行的非常規貨幣政策或有助紓緩美元流動資金；因此，聯儲局終止其非常規貨幣政策，未必會導致國際美元信貸大幅收縮。支持這種觀點的依據是，非美國跨國銀行（即總部位於美國以外的國際銀行），尤其是歐洲銀行及日本銀行在國際銀行信貸中佔有重要份額（圖B6.2）。有觀點認為，日本央行及歐洲央行（或將推出）的非常規貨幣政策可分別為其本國的銀行提供充裕的流動資金。本國貨幣流動資金可透過外匯掉期兌換為美元資金以填補美元融資缺口。因此，國際美元貸款供應所受到的淨影響在理論上尚無定論。

64 Ivashina、Victoria、David S. Scharfstein及Jeremy C. Stein (2012)，「Dollar Funding and the Lending Behavior of Global Banks」，金融及經濟論述系列（FEDS）工作論文，編號2012-74，聯邦儲備局。

圖 B6.2
按銀行所屬國家劃分的美元跨國國際債權



註：歐洲銀行包括比利時、法國、德國、意大利、荷蘭、西班牙、瑞典、瑞士及英國的銀行。

資料來源：國際結算銀行按地點編製的銀行統計（按所屬國家劃分）。

除了非常規貨幣政策，外匯掉期市場的運作及跨國銀行的違約風險亦會影響國際美元信貸的供應。如全球金融危機時的情況，外匯掉期市場受到干擾及跨國銀行違約風險上升，皆會導致全球美元持續短缺。

本專題旨在剖析非常規貨幣政策、外匯掉期市場的運作及跨國銀行的違約風險如何影響跨國銀行的美元貸款供應。我們首先引入理論框架加以分析，隨後論述該理論框架如何能解釋境外銀行香港分行之美元貸款的近期發展。最後，我們採用國際結算銀行的最新數據庫，以計量經濟學的方法來檢驗該理論框架。

理論框架

我們的理論框架是根據Ivashina等人(2012)[64]創建的框架並稍作變更：假設一間歐洲銀行在本地市場提供歐元貸款(L)，在國際市場提供美元貸款(L^*)。假設該銀行在相關市場，能在某限額內以零成本籌得歐元融資及美元融資（分別以D及D^*表示）。任何超出限額的融資均會令邊際成本增加。假設銀行會設法減低外匯風險。因此，為提供美元貸款，銀行需在美國籌集美元融資或在外匯掉期市場將其歐元融資兌換為美

元。在前一種情況下，假設在美國籌集的融資成本包括風險溢價(P)以抵償銀行違約風險，而在掉期市場則須支付一定的支出(S)。假設L及L^*的需求曲線向下傾斜，其中θ及θ^*為相應的需求衝擊參數。

根據需求及成本函數的若干假設，該模型可在數學上求得解答。該模型推斷，在均衡狀態下，追求利潤最大化的歐洲銀行所提供的美元貸款(L^*)水平為線性函數，L^*與D、D^*及θ^*呈正相關，與θ、P及S呈負相關。

模型的推斷與經濟學直觀解說大致相符。最重要是，如其他條件不變，本國(歐洲)或美國市場的流動資金越充裕(即D及D^*分別增加)，使歐洲銀行可提供更多美元貸款，符合聯儲局及本國央行採用的貨幣政策是美元貸款供應的決定性因素的假設。

就其他供方因素而言，違約風險上升(P數值上升)，會使銀行在美國的美元融資成本增加，進而使其美元貸款縮減。外匯掉期市場受到干擾(S數值上升)，籌集跨幣融資的成本增加，亦會減少歐洲銀行的美元貸款供應。

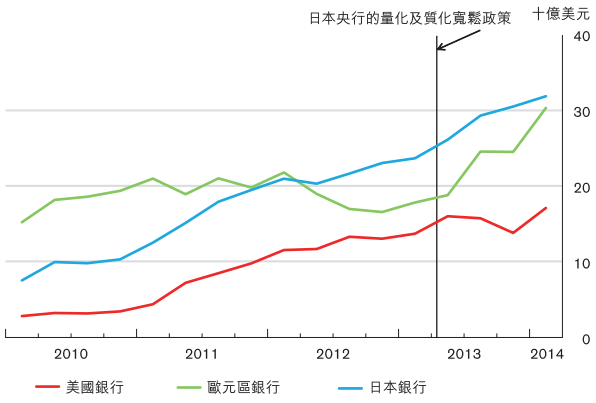
來自境外銀行香港分行的觀察證據

由於大多數跨國銀行在香港均設有分行，而這些分行大多是向亞洲借款人提供貸款的地區總部，故境外銀行香港分行的營運自可用作檢驗上述的理論框架。因此，可以說境外銀行香港分行均面對十分相似的貸款需求狀況。理論上，這一特點讓我們能夠充份地控制需求因素；因此，各境外銀行香港分行貸款增長的顯著差異可以說是取決於供應因素。所以，透過查考D、D^*、P及S能夠在何種程度上解釋境外銀行香港分行美元貸款的近期發展，我們可以評估理論框架的解釋能力。

圖B6.3展示美國、日本及歐元區等銀行香港分行自2010年以來的美元貸款。就美國銀行分行而言，因美國銀行的美元融資主要來自美國，聯儲局的非常規貨幣政策是影響其借貸的主要因素。其貸款上升趨勢(即圖B6.3中的紅線)與聯儲局資產負債表的持續擴張相符。

於2013年4月前，日本銀行香港分行的美元貸款趨勢(即圖B6.3中的藍線)與美國銀行分行相似，表明聯儲局的非常規貨幣政策亦影響了日本銀行分行的美元貸款。然而，自2013年4月起，日本央行開始推行量化及質化寬鬆政策，日本銀行分行的美元貸款相較「對照組」(即美國銀行分行)增長更快。這些證據表明，日本央行的量化及質化寬鬆政策確實對日本銀行的美元貸款供應產生影響，這與模型的推斷相符。

圖 B6.3
按選定國家劃分的境外銀行香港分行提供的美元貸款

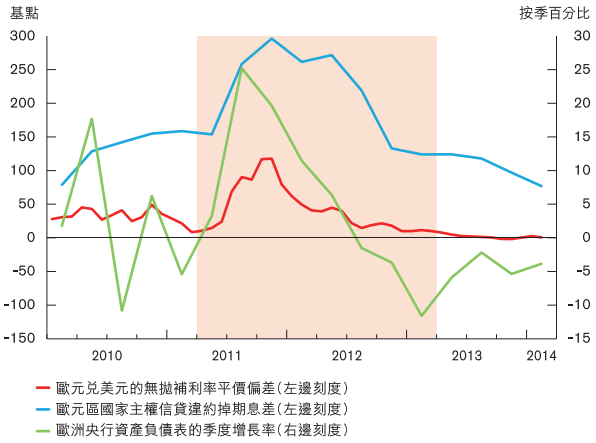


資料來源：金管局。

就歐元區銀行香港分行的美元貸款而言，其發展受多種因素影響。直至2011年第1季前，美元貸款呈上升趨勢(即圖B6.3中的綠線)，這與日本銀行分行及美國銀行分行的美元貸款情況大致相符，表明聯儲局的非常規貨幣政策產生顯著影響。自2011年第2季至2013年第1季，上升趨勢逆轉，這與歐洲央行資

產負債表的增長率減慢（即圖B6.4中的綠線）及歐元區銀行的高違約風險[65]（即P數值上升，見藍線）相符。同時，掉期成本亦攀升（即S數值上升，見紅線）。自2013年第2季起，受惠於上述三項因素持續改善，歐元區銀行香港分行的美元貸款快速增長。

圖 B6.4
可能影響歐元區銀行美元貸款供應的特定因素



資料來源：國際貨幣基金組織《國際金融統計》、彭博及金管局職員估計數字。

實證模型及估計結果

接着，我們採用國際結算銀行的最新數據庫，以計量經濟學的方法去檢驗理論框架。自2012年6月以來，國際結算銀行已搜集12個有跨國銀行的主要國家[66]相對76個交易對手方國家以美元結算的對外債權及負債的季度數據。[67] 依跨國銀行所屬國家劃分的數字，有助探究本國貨幣政策如何影響跨國銀行的美元貸款。更重要是，採用Khwaja及Mian (2008)[68]提出的計量經濟學方法，貸款供應國與貸款接收國的配對資料有助於清晰鑑定供方影響。儘管該數據庫涵蓋的期間較短（2012年6月至2013年12月），但樣本數量充足（超過4,000個樣本），由此可得到可靠的統計結果。

根據理論框架，實證模型設定如下：

$$\Delta L^{*}_{ijt} = \alpha_{it} + \beta_1 \Delta D_{jt} + \beta_2 \Delta D^{*}_{t} + \beta_3 \Delta P_{jt-1} + \beta_4 \Delta S_{jt-1} + \gamma X + \varepsilon_{ijt}$$

其中，ΔL^{*}_{ijt}代表總部位於j國的跨國銀行於t-1至t向貸款接收國i提供美元貸款的季度增長率。α_{it}代表貸款接收國——時間固定效果，反映i國的需求衝擊（即θ*）。ΔD_{jt}及ΔD_t*分別代表j國及美國的融資衝擊，分別以j國央行及聯儲局的資產負債表增長率代表。ΔP_{jt-1}按j國於t-1的主權信貸違約掉期息差變動計算，而ΔS_{jt-1}按將j國貨幣於t-1兌換為美元的無拋補利率平價偏差變動的兩季度移動平均數計算。X為控制變量的向量。[69]

由於所有說明變量的系數表現均符合預期，初步估計結果與理論框架的推斷大致相符。除ΔP_{jt-1}外，所有說明變量均是統計上顯著。

根據估計結果，我們分析不同因素對日本銀行向亞太地區（不包括日本）提供美元貸款的季度增長率的貢獻。結果發現聯儲局的非常規貨幣政策於2013年是主要驅動因素，但隨着聯儲局開始縮減其長期資產購買計劃，其重要性於2014年有所減弱（圖B6.5）。[70] 日本央行的非常規貨幣政策在2014年成為主要因素。就整個期間而言，估計其他因素的影響相對較小。

65 違約風險以歐元區國家的主權信貸違約掉期息差表示。

66 比利時、加拿大、法國、德國、意大利、日本、荷蘭、西班牙、瑞典、瑞士、英國及美國。

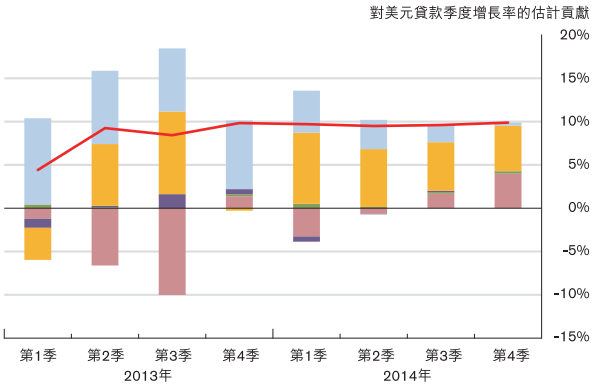
67 只有向國際結算銀行申報資料的國家的央行僱員可使用相關數據。

68 Khwaja及Mian(2008)，「Tracing the impact of bank liquidity shocks: Evidence from an emerging market」，*American Economics Review* 98，第1413-1442頁。

69 相關變量包括j國名義國內生產總值增長率預測，用以控制j國的貸款需求（即θ）；以及於t-1時融資總額（不包括辦事處之間的應付款項及交易負債）相對j國銀行的美國分行資產的平均比率，用以控制j國銀行在美國融資批發市場的市場份額。

70 2014年第2季前的結果乃基於相關因素的實際變動計算得出，其後的結果則是根據就有關因素的走向作出的假設而計算得出。詳情請參閱圖B6.5註腳。

圖 B6.5
各項因素對日本銀行向亞太地區提供美元貸款的季度增長率的估計貢獻



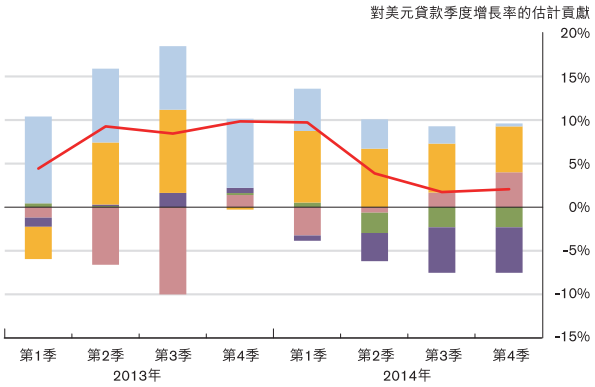
- 聯儲局的資產負債表(*D**)
- 日本央行以美元列示的資產負債表(*D*)
- 日圓兌換為美元的掉期成本(*S*)
- 日本的主權信貸違約掉期息差(*P*)
- 其他因素
- 日本銀行向亞太地區提供美元貸款的季度增長率

註：

1. 假設聯儲局的資產負債表僅取決於資產減購的速度。假設資產減購最遲於2014年10月完成，而聯儲局的資產負債表在其後仍保持不變。
2. 假設日本央行的資產負債表於2014年4月至2015年3月財政年度增長70萬億日圓，與其量化及質化寬鬆計劃相符。據估計，相當於日本央行資產負債表規模的金額兌換為美元。假設日圓兌美元的匯率自2014年第3季起保持不變。
3. 假設自2014年第3季起，日圓的掉期成本變動及日本主權信貸違約掉期息差的變動與最近四個季度的相關趨勢相符。

資料來源：金管局職員估計數字。

圖 B6.6
在壓力情況下各項因素對日本銀行向亞太地區提供美元貸款的季度增長率的估計貢獻



- 聯儲局的資產負債表 (*D**)
- 日本央行以美元列示的資產負債表 (*D*)
- 日圓兌換為美元的掉期成本 (*S*)
- 日本的主權信貸違約掉期息差 (*P*)
- 其他因素
- 日本銀行向亞太地區提供美元貸款的季度增長率

註：

1. 有關聯儲局及日本央行的資產負債表的假設，請分別參閱圖B6.5註腳(1)及(2)。
2. 假設日圓的掉期成本變動及日本主權信貸違約掉期息差的變動在2014年第1季至2014年第4季期間直線上升，分別升至各自的峰值：107個基點及296個基點。這些假設模擬一種假定情境，即日本銀行面臨掉期成本及違約風險急升，其升幅與歐元區銀行在歐洲主權債務危機期間所面臨的情況相類似。

資料來源：金管局職員估計數字。

本分析中須注意的一點是，圖B6.5只演示了正常情況下的估計影響，即假設掉期市場能夠正常運作且銀行的違約風險處於較低水平。為補充分析，我們考慮了一種假設性的壓力情境，即在各國非常規貨幣政策的相互作用下，2014年的外匯掉期市場受到干擾且銀行違約風險上升。有關結果(圖B6.6)顯示日本銀行的美元貸款供應可能會受到重大干擾。

結論

本研究就主要央行的非常規貨幣政策的相互作用如何影響跨國銀行的國際美元貸款供應提供理論及實證研究結果。總體而言，我們的研究結果支持以下觀點，即聯儲局終止非常規貨幣政策對全球流動資金的緊縮影響會被其他央行的非常規貨幣政策的擴張性影響部份抵銷。然而，其淨影響在很大程度上取決於美國的流動資金正常化是否會導致嚴重的金融市場(尤其是外匯掉期市場)干擾。如果聯儲局終止非常規貨幣政策恰好遇上環球投資者規避風險，則不能排除環球金融市場出現顯著美元短缺的可能性。這表明，與國際美元信貸流通相關的流動資金風險可升至較高水平，而這種狀況或會為政策制定者帶來重大挑戰。

詞彙

總結餘

商業銀行在中央銀行開設的結算戶口及儲備帳戶的結餘總額。在香港，總結餘是指銀行為結算銀行同業的收支及銀行與金管局之間的收支而在金管局開設的結算戶口結餘的總額。總結餘代表銀行同業流動資金水平，是貨幣基礎的一個組成部份。

認可機構

根據《銀行業條例》獲認可經營接受存款業務的機構。香港實行三級銀行發牌制度，分為持牌銀行、有限制牌照銀行及接受存款公司。

最優惠貸款利率

銀行用作釐定貸款利率的基準利率。在香港，最優惠貸款利率是釐定按揭貸款利率的參考基準。

負債證明書

財政司司長根據《外匯基金條例》發出的證明書，由發鈔銀行持有，為其發行的銀行紙幣提供支持。

綜合消費物價指數

這是指香港的整體消費物價指數。政府統計處以不同開支範圍的住戶為對象編製3項不同的消費物價指數。甲類消費物價指數的對象是開支在較低範圍的住戶，約佔本港全部住戶50%；乙類消費物價指數的對象是開支在中等範圍的住戶，約佔全部住戶30%；丙類消費物價指數的對象是開支在較高範圍的住戶，約佔全部住戶10%。綜合消費物價指數是根據上述所有住戶的整體開支模式編製，以反映整體消費物價通脹。

綜合利率

綜合利率是指銀行帳冊上所有港元附息負債的加權平均利率。這些負債包括客戶存款、銀行同業存款、可轉讓存款證及其他債務工具，以及港元不計息活期存款。綜合利率是根據約佔銀行體系總客戶存款九成的零售銀行所提供的資料編製。應注意綜合利率只反映平均利息支出，並未涵蓋借出貸款涉及的其他成本，如營運成本(如員工及租務支出)、信貸成本及對沖成本。

兑換保證

由中央銀行或貨幣發行局作出的承諾，表明會按某一固定匯率將本地貨幣兑換為外幣，或將外幣兑換為本地貨幣。在香港，金管局就每美元兑7.80港元的聯繫匯率作出強方及弱方兑換保證。根據強方兑換保證，金管局承諾會於7.75匯率水平從持牌銀行購入美元；根據弱方兑換保證，金管局則承諾會於7.85匯率水平向持牌銀行沽出美元。在7.75至7.85的兑換範圍內，金管局可選擇進行符合貨幣發行局原則的市場操作，以令貨幣與外匯市場得以暢順運作。

兑換範圍

由弱方及強方兑匯保證匯率為上下限的美元兑港元的匯率範圍，金管局可以在這個範圍內選擇進行符合貨幣發行局原則的市場操作。

外匯基金票據及債券

金管局為外匯基金發行的債務工具。外匯基金票據及債券計劃在1990年3月推出，多年來不斷擴充；外匯基金票據及債券期限由3個月至15年不等，並由外匯儲備提供十足支持。金管局已承諾只會在有資金流入的情況下才發行新的外匯基金票據及債券，以確保增發的外匯基金票據及債券得到外匯儲備的十足支持。自1999年4月1日起，貨幣基礎可跟隨外匯基金票據及債券所支付的利息數額相應增加，而所付利息是透過增發外匯基金票據及債券來吸納。由於支持貨幣基礎的美元資產所得的利息收入已為外匯基金票據及債券所付的利息提供支持，因此這項新措施符合貨幣發行局的規定。

流動資產比率

香港所有認可機構必須將每月平均流動資產比率維持在不低於25%的水平。流動資產比率是指流動資產（如：有價債務證券及1個月內償還的貸款，而這些資產必須按照流動資產換算因數調整）與限定債務（基本上是指1個月內到期的所有負債）的比率，有關的計算方法及組成部份載於《銀行業條例》附表4。

貨幣基礎

中央銀行貨幣負債的一部份。貨幣基礎最基本的定義是流通貨幣（銀行紙幣及硬幣）與銀行體系存放在中央銀行的結餘（儲備結餘或結算餘額）的總和。在香港，貨幣基礎包括負債證明書（作為發鈔銀行發行的銀行紙幣的支持）、政府發行的流通紙幣及硬幣、銀行在金管局開設的結算戶口的結餘，以及外匯基金票據及債券。

名義及實質有效匯率

這是反映港元相對於一籃子主要貿易夥伴貨幣的整體匯價指標。名義有效匯率是港元與香港的主要貿易夥伴的貨幣匯率的加權平均數。實質有效匯率通過調整名義有效匯率而得出，其中考慮了有關貿易夥伴經季節因素調整後的消費物價相對變動。

©2014 香港金融管理局
本報告可予複製以作非商業用途，但必須適當註明資料來源。

本報告全文可於金管局網站 **www.hkma.gov.hk** 查閱。

香港金融管理局
香港中環金融街 8 號國際金融中心 2 期 55 樓
電話：(852) 2878 8196
傳真：(852) 2878 8197
電郵：hkma@hkma.gov.hk
www.hkma.gov.hk

ISSN 2222-1522（網上版）